



## ● Česká republika

Česká ekonomika v ještě lepší kondici

2

## ● Výhled na týden

Další propad české inflace na obzoru

5

## Kromě slabších dat začíná na polské trhy doléhat strach z voleb

	Dnes
EUR/CZK	27.16
EUR/HUF	313.9
EUR/PLN	4.25
3M PRIBOR	0.29
3M BUBOR	1.35
3M WIBOR	1.73
10Y CZK	0.67
10Y PLN	2.70
10Y HUF	3.39
3M EURIBOR	-0.04
10Y EMU	0.51

Nejen výkonnost polského zlotého, ale i třeba polských akcií v posledních dnech zaostává za podobnými aktivy ve zbytku regionu. Je to jednak dáno tím, že makroekonomická data v posledních dnech a týdnech jsou poněkud slabší (viz zářijový propad PMI k hranici 50) a jednak domácí politikou. Již za tři týdny totiž v zemi proběhnou parlamentní volby a to je událost, vůči které polské trhy nebývají imunní.

Stejně jako na jaře při prezidentských volbách půjde o to, jak si povede trhy oblíbená vládnoucí liberální Občanská platforma (OP) a jak zabodují křesťanští konzervativci reprezentovaní stranou Právo a spravedlnost (PiS). Předvolební průzkumy přitom ukazují na to, že PiS zvítězí, teď však půjde o to, zdali se podaří získat v parlamentu nadpoloviční většinu, k níž by potřebovala získat zřejmě více než 40 % hlasů. V takovém případě by PiS mohla naplno realizovat svůj hospodářský program, který je hned na několika místech založený na zvyšování daní a strukturálních reformách, které nejdou zrovna pro-tržním směrem. Proto mohou být polské trhy v nadcházejících třech týdnech více nervózní, přičemž je jasné, že globální vývoj na akciových trzích a emerging markets nebude polským aktivům rovněž pomáhat.

Relativně bezpečně se pak mohou cítit polské vládní dluhopisy, které jsou v současnosti podporovány dvěma důležitými faktory: za prvé, polská inflace spadla do ještě většího záporu a tak NBP spíše uvítá uvolnění měnových podmínek a za druhé velmi pozitivní vývoj na globálních trzích s vládními dluhopisy je rovněž plus. Nicméně i zde je třeba varovat, že pokud by zlotý před volbami oslabil opravdu výrazně, tak může negativně zasáhnout i trh s polskými vládními dluhopisy. Na druhou stranu v takovém případě by zřejmě využilo situace buď ministerstvo financí či NBP a prodejem EUR by devizový trh stabilizovaly, přičemž by se výhodně zbavily nadbytečných rezerv.

## Česká ekonomika v ještě lepší kondici

Petr Dufek

### Revize směrem nahoru jde na vrub investicím.

Po dnešních zpřesňujících údajích statistického úřadu je zřejmé, že ekonomický růst ve druhém čtvrtletí letošního roku nedosáhl již dříve prezentovaná 4,4 %, což byl mimochodem zatím druhý nejlepší výsledek v rámci EU, ale dokonce 4,6 %.

Co se změnilo v prozatím prezentovaných datech, respektive kde se vzalo ještě rychlejší tempo českého hospodářství? Odpověď poskytuje sám statistický úřad – zpřesnění dat o výběru daní.

Když se podíváme na další jednotlivé části HDP, vidíme, že aktuální „revize“ nic nezměnila na tempu spotřeby domácností, naproti tomu lehce snížila solidně rostoucí vládní spotřebu (na 2,3 %) a zejména výrazně navýšila investice. Letošní investiční boom je tak ještě větší, než dosud vypadal (+7,3 % vs. 5,9 %). Za investicemi stojí především aktivita v oblasti budov a staveb, která ve druhém čtvrtletí obstarala celou polovinu přírůstků investic za celou ekonomiku. Asi nebudeme daleko od pravdy, když ji přičteme i veřejnému sektoru snažícímu se skrze urychlenou výstavbu a rekonstrukce infrastruktury využít prostředky z fondů EU.

Velmi příjemné je vidět, že investice směřují i do strojů a zařízení, což ukazuje, že soukromý sektor se investicím rovněž vůbec nevyhýbá. Potěšující je také stále velmi silná a navíc už dva roky rychle rostoucí – a současně rekordní – ziskovost podnikového sektoru.

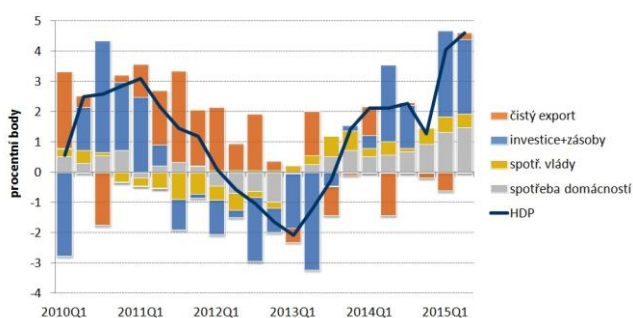
Při pohledu na tvorbu HDP se kromě daní nic moc nemění. Hlavním motorem ekonomiky zůstává zpracovatelský průmysl následovaný obchodem a dopravou, administrativou vč. vědeckých činností, finančním sektorem a veřejnou správou. Žádné odvětví nebylo podle očekávání v mínusu.

### Reálná finanční situace domácností se rychle zlepšuje.

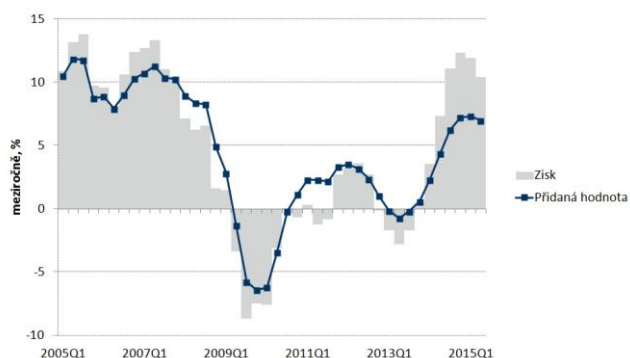
Při výčtu pozitivních zpráv nelze opomenout ani zlepšující se finanční situaci domácností reprezentovanou disponibilním důchodem, který se tentokrát zvýšil nominálně o 3,7 %, reálně o tři procenta. Tak rychle se finanční situace domácností zlepšovala naposledy v roce 2007. Samozřejmě hlavní zásluha jde na vrub rostoucí zaměstnanosti, nízké inflaci a obnovenému růstu mezd v ČR.

Aktuální zpřesněná čísla o vývoji české ekonomiky ve druhém čtvrtletí potvrzují pozitivní trendy jak nabídkové, tak poptávkové strany. Ekonomika má dobře našlápnuto i pro zbytek roku, i když nepochybně bude stále těžší udržet tak silné tempo růstu. Proto předpokládáme, že v příštím roce se tempo naší ekonomiky vrátí pod úroveň tří procent.

**Příspěvek poptávky k růstu HDP**  
(sezónně očištěná data)

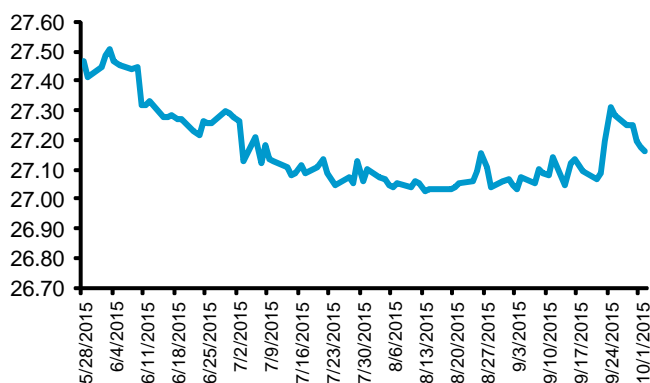


**Vývoj ziskovosti nefinančních podniků**  
(roční smíšený přebytek vs. přidaná hodnota; zdroj: ČSÚ)

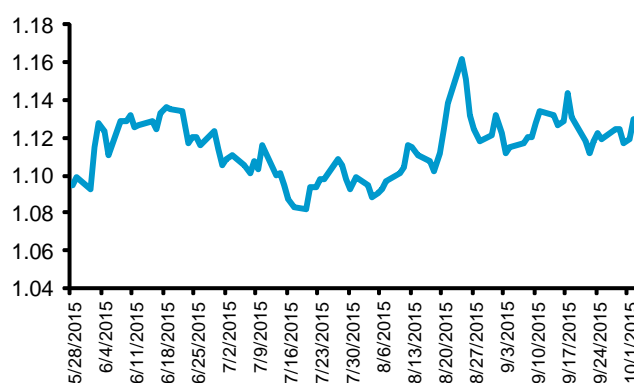


## Přehled trhů

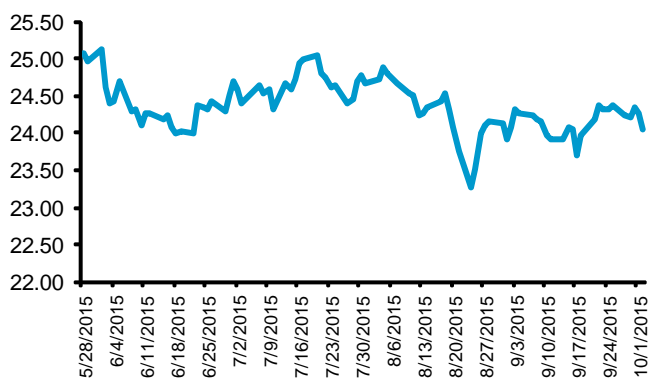
**EURCZK**



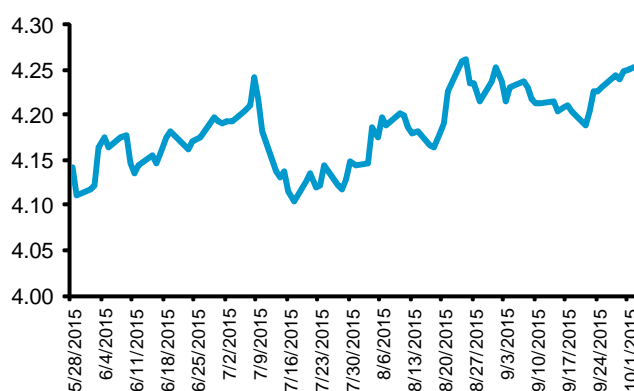
**EURUSD**



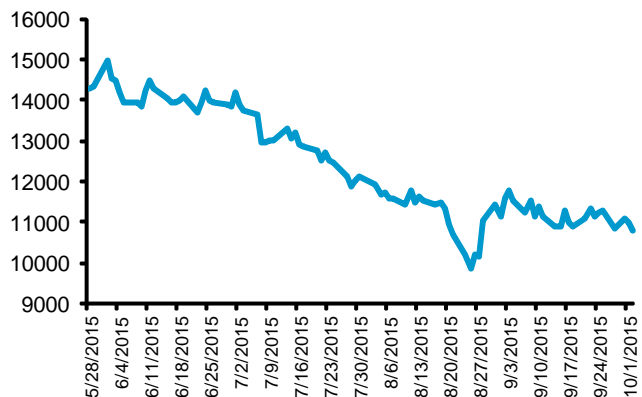
**USDCZK**



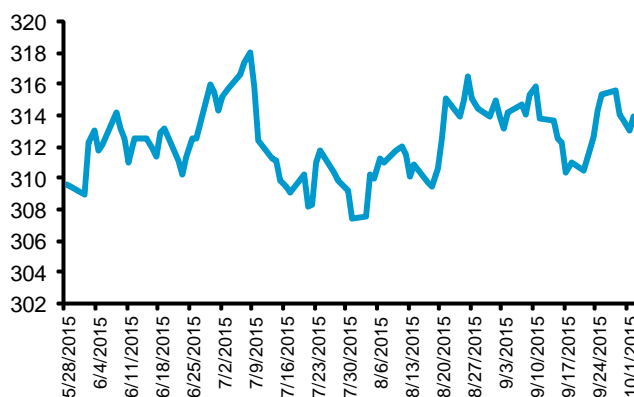
**EURPLN**



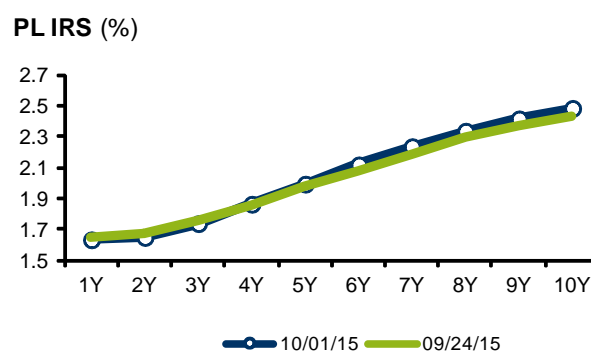
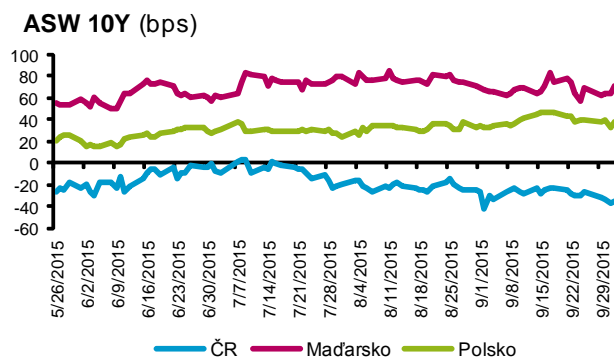
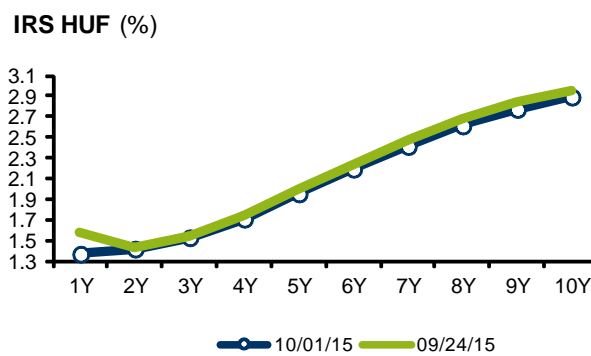
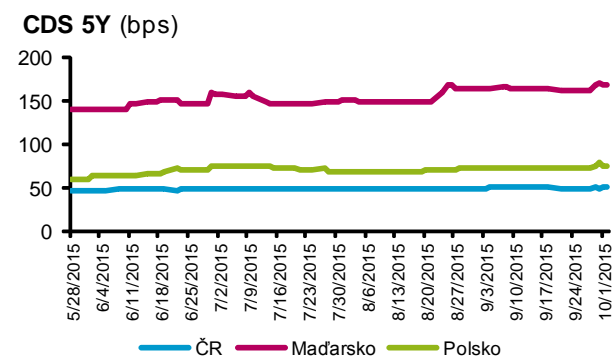
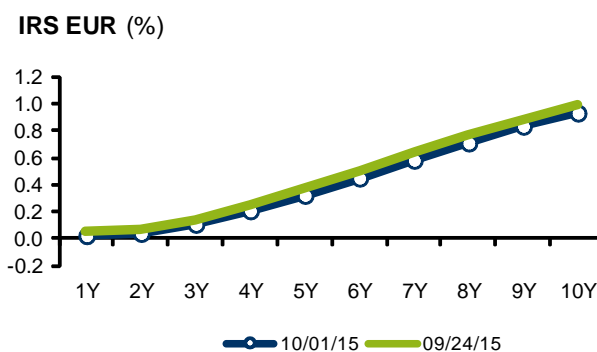
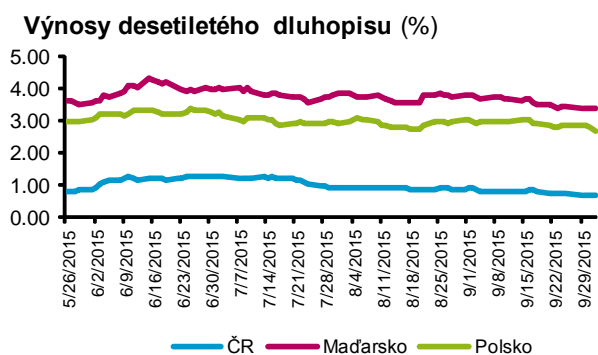
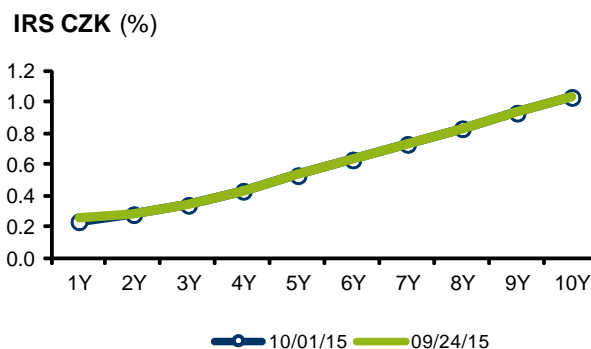
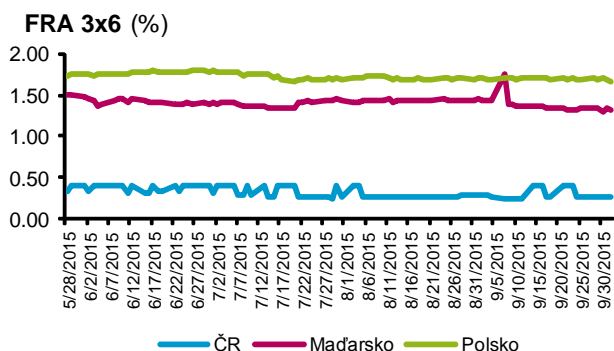
**DIESEL (CZK/t)**



**EURHUF**



Zdroj: Thomson Reuters



Zdroj: Thomson Reuters

## Klíčové očekávané události

### ÚT 9:00, CZ Zahraniční obchod (mld. CZK)

	VIII.15	VII.15	VIII.14
Saldo (národní)	0,0	6,8	1,1
kumulativ. od ledna	109,4	109,4	110,1
Saldo	28,6	31,1	19,6
kumulativ. od ledna	296,4	267,8	286,0

### ÚT 14:00, PL Zasedání NBP

	Náš odhad	Poslední změna
hlavní sazba v %	1,50	3/2015
změna v b. bodech	0	-50

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

	VIII.15	VII.15	VIII.14
Měsíčně	6,0	4,6	-5,7
kumul. od ledna	5,1	5,0	5,2

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

	VIII.15	VII.15	VIII.14
Tržby celkem	8,6	5,7	3,4
kumul. od ledna	7,8	7,7	5,6
Tržby bez aut	5,8	5,7	2,0
kumul. od ledna	5,9	5,7	2,8

### ČT 9:00, CZ Míra nezaměstnanosti (%)

	IX.15	VIII.15	IX.14
Míra	6,1	6,2	7,3

### PÁ 9:00, CZ Inlace (%)

	IX.15	VIII.15	IX.14
Inlace m/m	-0,3	-0,2	-0,2
Inlace y/y	0,2	0,3	0,7
Měnově politická inflace y/y	0,0	0,1	0,6

## CZ: Česká poptávka táhne dovozy

Očekávané nulové saldo zahraničního obchodu se až tak příliš neodchyluje od loňského srpnového výsledku. Na jedné straně zahraniční obchod těží z rostoucí evropské poptávky po automobilech a strojírenských výrobcích, na druhé straně silný růst domácí poptávky vytváří dodatečný tlak na růst dovozu zboží spotřebního i průmyslového charakteru. Na straně dovozu by se navíc mohla pozitivně odrazit i levnější ropa, která snižuje korunovou hodnotu dovozu této strategické suroviny a tedy i částečně vylepšuje saldo obchodní bilance.

## PL: Centrální banka sazby nezmění

Polská centrální banka ponechá opět sazby beze změny. V poslední době sice z ekonomiky přicházela slabší čísla (inlace, PMI), avšak ochota dále snižovat sazby je u členů Výboru pro měnovou politiku (RPP) malá. Se stabilními sazbami počítáme i ve zbytku roku. Kromě ekonomické situace tomuto scénáři nahrává i fakt, že RPP projde na začátku roku výraznou personální obměnou.

## CZ: Průmysl na vlně aut

Silný meziroční růst na jedné a přitom propad oproti předchozímu měsíci na straně druhé. Asi tak by mohl vypadat výsledek tuzemského průmyslu za srpen, který ovlivnily dovolené v automobilech. Ponecháme-li stranou tento efekt, dají se čekat velmi příznivé výsledky od všech ostatních silných průmyslových oborů. Podstatnější však nakonec i tentokrát budou zakázky, které podle našeho názoru rostly slušným tempem i v tomto měsíci. Ostatně o dostatku nových zakázek napovídaly i ukazatele důvěry nebo nákupních manažerů.

## CZ: Auta a elektronika dominují maloobchodu

Za očekávaným velmi vysokým výsledkem maloobchodu i tentokrát stojí současné silné prodeje osobních automobilů i rostoucí tržby ostatních obchodníků, především těch internetových. Zájem spotřebitelů se i nadále soustředí především na zlevňující elektroniku, vybavení domácností, potraviny a pohonné hmoty. S tím, jak se zlepšuje finanční situace českých domácností a nálada spotřebitelů zůstává v pozitivním módu, porostou i tržby respektive spotřeba domácností. Ani takto vysoký reálný růst tržeb však nevytváří dostatečně velký prostor pro vznik poptávkové inflace a tedy i pro návrat měnové politiky k normálu.

## CZ: Volných míst přibývá

Pozitivní trend na tuzemském trhu práce podle našeho názoru neskočil ani v září a tak nejspíše došlo k dalšímu poklesu míry nezaměstnanosti. Míra nezaměstnanosti se tak dostává na úroveň, kde byla naposledy v roce 2011, kdy došlo k mírnému a jen krátkodobému oživení ekonomiky. Příznivý vývoj se dá očekávat i v případě tvorby nových pracovních míst, jejichž počet překonal hranici 100 tisíc. Na jedno místo tak budou připadat (v průměru) pouze čtyři nezaměstnaní.

## CZ: Další pokles inflace na obzoru

Spotřebitelské ceny podle našeho názoru v září nejspíše opět poklesly. Hlavní zásluhu na tom měly zlevňující pohonné hmoty a výrazné sezónní snížení cen dovolených. V meziročním vyjádření se inflace zřejmě tentokrát propadla na 0,2 % a znovu se tak vzdálila cíli i prognóze centrální banky. Hlavní zásluha však jde na vrub levnějším pohonným hmotám a potravinám. Předpokládáme, že teprve až v závěru roku se inflace začne opět zvedat s tím, jak začne stále ve větší míře fungovat bazický efekt. K návratu k cíli ČNB však dojde nejspíše až v roce 2017.

## Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Maďarsko	05.10.2015	9:00	Maloobchodní tržby	%	08/2015						7
EMU	05.10.2015	10:00	Index nákupních manažerů ve službách		09/2015 *F			54		54	
EMU	05.10.2015	11:00	Maloobchodní tržby	%	08/2015			-0.1	1.7	0.4	2.7
USA	05.10.2015	16:00	Index nákupních manažerů ve službách ISM		09/2015			58		59	
Německo	06.10.2015	8:00	Tovární zakázky	%	08/2015			0.5	5.6	-1.4	-0.6
ČR	06.10.2015	9:00	Obchodní bilance (národní)	mld. CZK	08/2015	0		2.1		6.8	
USA	06.10.2015	13:00	Kvartální zisk PepsiCo	USD	10/2015						
Polsko	06.10.2015	14:00	Zasedání RPP	%	10/2015	1.5		1.5		1.5	
USA	06.10.2015	14:30	Obchodní bilance	mld. USD	08/2015			-42.5		-41.86	
Maďarsko	06.10.2015	16:00	Rozpočtové saldo	mld. HUF	09/2015						-914.9
USA	06.10.2015	19:00	3letá aukce	mld. USD	10/2015			24			
EMU	06.10.2015	19:00	Projev Draghiho ve Frankfurtu	ECB	10/2015						
USA	06.10.2015	23:30	Projev Williamse o ekonomice v San Franciscu	Fed	10/2015						
Německo	07.10.2015	8:00	Průmyslová výroba	%	08/2015			0.2	3.3	0.7	0.5
Francie	07.10.2015	8:45	Obchodní bilance	mld. EUR	08/2015						-3.3
ČR	07.10.2015	9:00	Stavební výroba	%	08/2015						12.3
ČR	07.10.2015	9:00	Průmyslová výroba	%	08/2015		6		8.4		4.6
ČR	07.10.2015	9:00	Maloobchodní tržby	%	08/2015		8.6		7.4		5.7
Maďarsko	07.10.2015	9:00	Průmyslová výroba	%	08/2015						-0.7
USA	07.10.2015	19:00	10letá aukce	mld. USD	10/2015			21			3.4
Německo	08.10.2015	8:00	Obchodní bilance	mld. EUR	08/2015			18.9		25	
Německo	08.10.2015	8:00	Běžný účet	mld. EUR	08/2015			16.5		23.4	
ČR	08.10.2015	9:00	Míra nezaměstnanosti 15-64	%	09/2015	6.1		6.1		6.2	
Maďarsko	08.10.2015	9:00	Inflace	%	09/2015			-0.2	0	-0.6	0
EMU	08.10.2015	13:10	Projev Praeta v Mannheimu	ECB	10/2015						
USA	08.10.2015	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	10/2015						277
USA	08.10.2015	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	09/2015						2191
USA	08.10.2015	19:00	30letá aukce	mld. USD	10/2015			13			
USA	08.10.2015	19:00	Projev Kocherlakoty v Minnesotě	Fed	10/2015						
USA	08.10.2015	20:00	Zápis ze zasedání FOMC		10/2015						
USA	08.10.2015	21:30	Projev Williamse ve Washingtonu	Fed	10/2015						
USA	08.10.2015	22:00	Kvartální zisk Alcoa	USD	10/2015						
Francie	09.10.2015	8:45	Průmyslová výroba	%	08/2015			0.6	0.2	-0.8	-0.8
ČR	09.10.2015	9:00	Inflace	%	09/2015	-0.3	0.2	-0.3	0.3	-0.2	0.3
Maďarsko	09.10.2015	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	08/2015 *P						646
EMU	09.10.2015	10:00	Projev Nowotnyho ve Vídni	ECB	10/2015						
USA	09.10.2015	14:30	Index dovozních cen	%	09/2015			-0.5	-11	-1.8	-11.4
USA	09.10.2015	15:10	Projev Lockharta v New Yorku	Fed	10/2015						
USA	09.10.2015	19:30	Projev Evanse o měnové politice v Milwaukee	Fed	10/2015						

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	0.30	0.30
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	0.93	0.64	1.30	0.98	1.30	1.40
Maďarsko	HU10Y	2.79	2.71	3.45	2.93	3.60	3.80
Polsko	PL10Y	2.37	2.12	3.01	2.50	2.40	2.80

### Devizové kurzy (konec období)

		současná					
		hodnota	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
Česko	EUR/CZK	27.2	27.57	27.35	27.19	27.05	27.00
Maďarsko	EUR/HUF	314	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	4.1	3.9	2.2
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	0.3	0.8	1.4
Maďarsko	-0.5	-0.9	-0.6	0.6	0.2	2.2	2.7
Polsko	-0.3	-1.0	-1.5	-0.8	-0.8	0.1	0.4

### Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

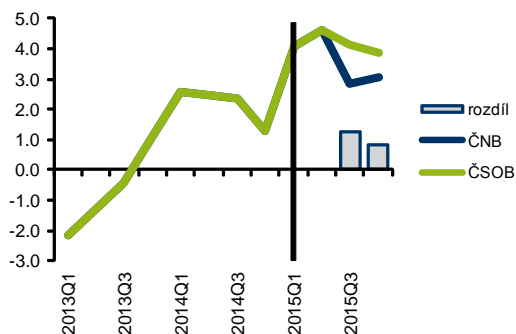
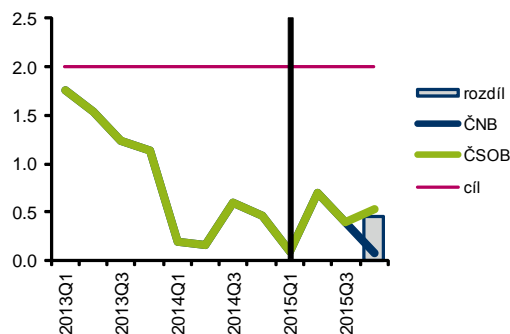
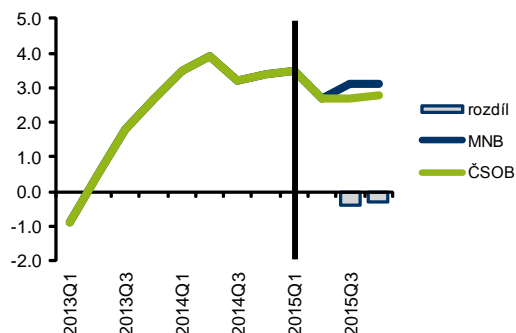
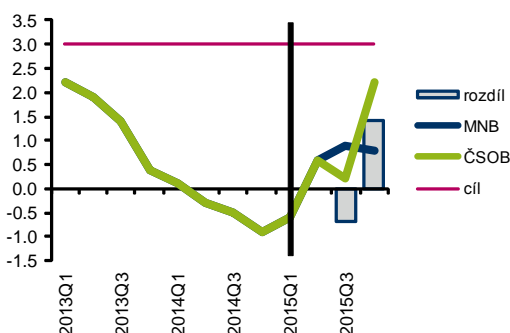
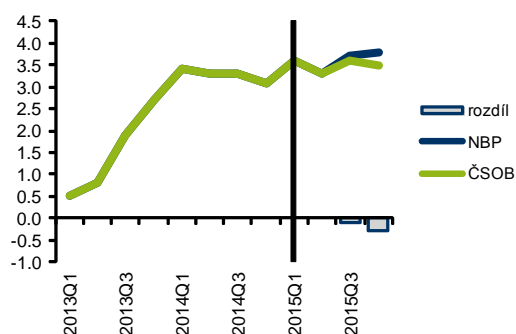
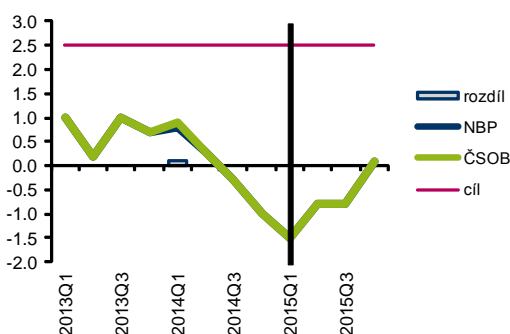
	2015	2016
Česko	1.5	1.5
Maďarsko	6.0	4.5
Polsko	-1.2	-2.0

### 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.