



- Eurozóna

Nízká inflace je vodou na mlýn ECB

2

- Výhled na týden

Maďarská inflace poskočí do viditelně kladných čísel

5

ECB zklamala a tak konec roku bude ve střední Evropě jiný

	Dnes
EUR/CZK	27.03
EUR/HUF	313.5
EUR/PLN	4.31
3M PRIBOR	0.29
3M BUBOR	1.35
3M WIBOR	1.72
10Y CZK	0.57
10Y PLN	2.97
10Y HUF	3.66
3M EURIBOR	-0.11
10Y EMU	0.73

Zklamání, které ve čtvrtek naděлил prezident ECB Mario Draghi se netýkalo jen hlavních trhů ve vyspělých zemích, ale poměrně citelně zasáhlo i střední Evropu. Méně agresivní expanze ze strany ECB a silnější kurz eura má a bude mít dopady na politiku centrálních bank ve středoevropském regionu.

Předně jak forint, tak především zlotý zareagovaly na ECB negativně, což v dotyčných ekonomikách dále uvolňuje měnové podmínky, které mohou příslušné centrální banky vyhodnotit tak, že další změkčování měnové politiky z jejich strany by bylo nadbytečné. Úvahy o tom, že MNB a NBP budou na začátku příštího roku dále uvolňovat měnovou politiku tak mohou jít nyní po relativně jestřábím zásahu ECB stranou. V případě Polska zde pochopitelně zůstává kauza výměny drtivé většiny členů Výboru pro měnovou politiku (RPP) na počátku příštího roku (za více holubičí členy), avšak pokud bude zlotý dále oslabovat, nové členy RPP mohou choutky na jakékoliv snížení úroků zcela přejít.

Co se pak týká ČNB, tak nejdůležitějším výstupem ze čtvrtletního extempore ECB je natažení kvantitativního uvolňování za horizont roku 2016 (konkrétně do března 2017). To podle nás znamená, že ČNB neopustí intervence proti koruně dříve než v prvním kvartále roku 2017. Co se týká sazeb ČNB, tak snížení depozitní sazby ECB „jen“ o 10 bazických bodů nevytváří dostatečně velký tlak na ČNB, aby byla nucena snížit úroky rovněž do záporu. Oficiální úrokové sazby by tak v ČR měly zůstat beze změny.

Nízká inflace je vodou na mlýn ECB

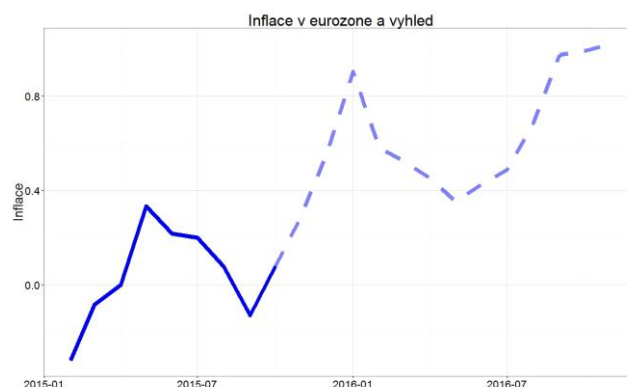
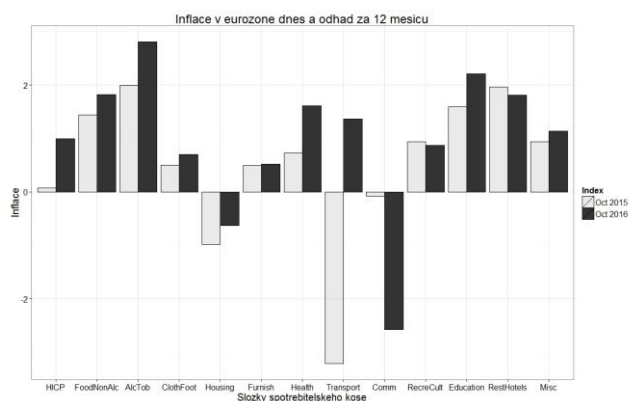
Jan Bureš

Inflace v eurozóně překvapivě beze změn.

Inflace zůstala za naším očekáváním vzhledem k poklesu dynamiky jádrové inflace.

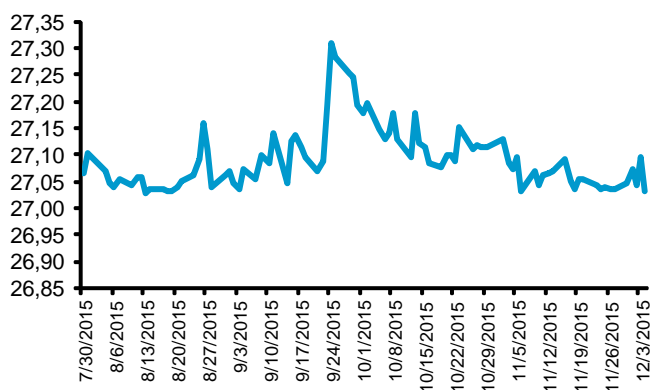
Inflace v eurozóně v listopadu zůstává překvapivě beze změn na 0,1 %. Ačkoliv v říjnu našla své dno, zatím rozhodně nejeví známky výraznějšího oživení. I když příští měsíce mohou být ve znamení opatrně narůstajících inflačních tlaků, čekáme, že do konce příštího roku zůstane inflace hluboko pod dvouprocentním cílem ECB. I proto ECB pravděpodobně již zítra sáhne k dalšímu uvolnění měnové politiky – očekáváme rozšíření měsíčního tisku peněz (o 20 mld. eur), natažení tisku peněz (do začátku roku 2017, eventuálně může být vyhlášeno QE s otevřeným koncem) a snížení depozitní sazby ECB (o 10 bps).

Do struktury inflace sice zatím nevidíme, dynamiku cen ale pravděpodobně dál sráží dolů převážně oddíl doprava – tedy nízké ceny ropy. Efekt dopravy asi již v průběhu listopadu začal vyprchávat. Od konce října 2014 do začátku roku 2015 totiž ropa na světových trzích ztratila skoro 50 % a tento rok se zatím nic podobného neděje. I přesto ale inflace zatím nejeví známky nárůstu. Inflace zůstala za naším očekáváním především proto, že poklesla dynamika jádrové inflace (ze 1,1 % na 0,9 %). To je jisté zadostiučinění pro šéfa ECB Maria Draghiho. Ospravedlňuje jeho stupňující se holubičí rétoriku – v posledních týdnech si Draghi stěžoval právě na pomalou dynamiku jádrové inflace. V dalších měsících očekáváme jádrovou inflaci stabilní v okolí 1 %. Na druhou stranu by ale vyčerpávající efekt levné ropy měl postupně táhnout celkovou inflaci vzhůru – na začátku příštího roku bychom se mohli dostat na 0,6 %.

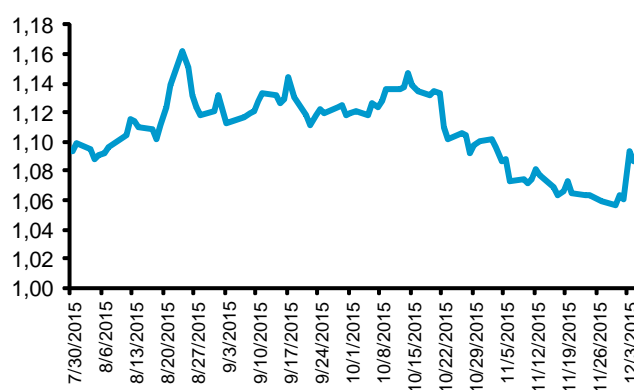


Přehled trhů

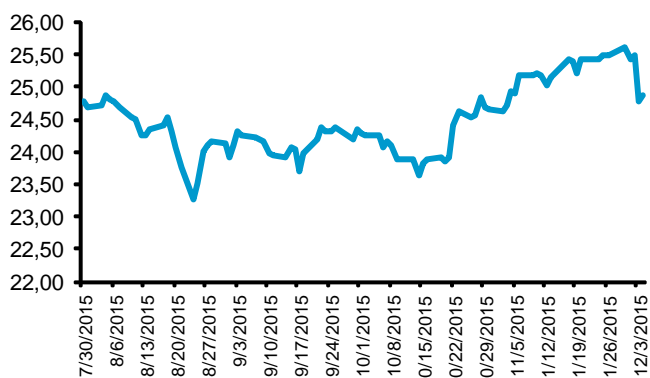
EURCZK



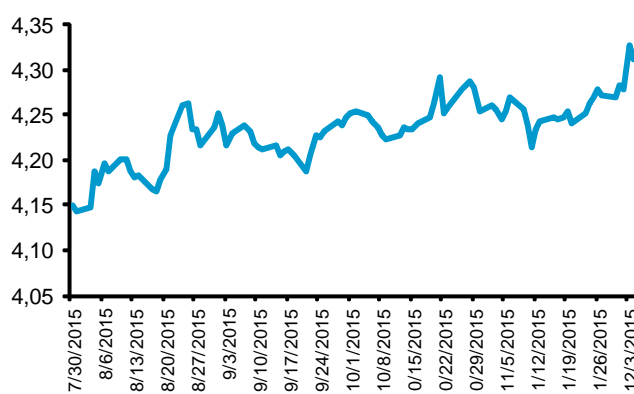
EURUSD



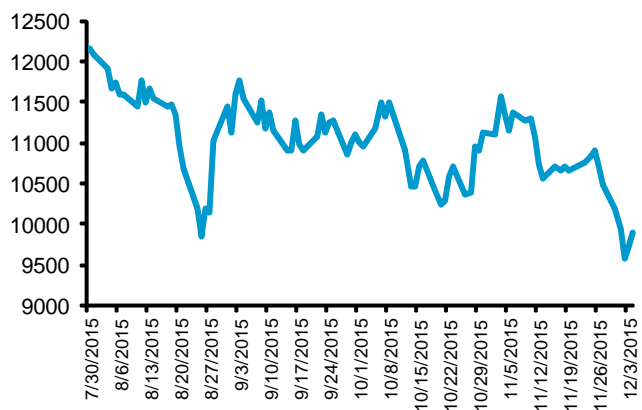
USDCZK



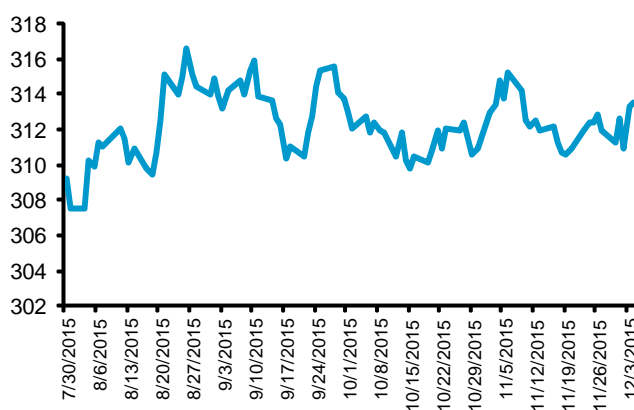
EURPLN



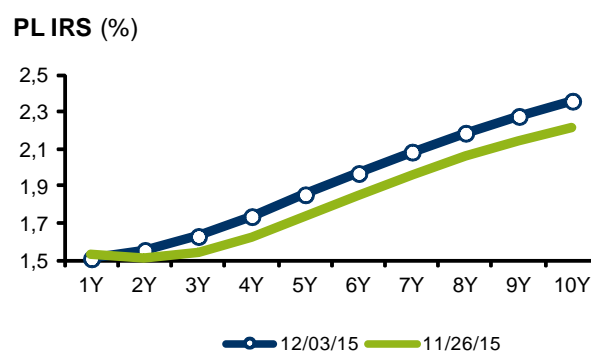
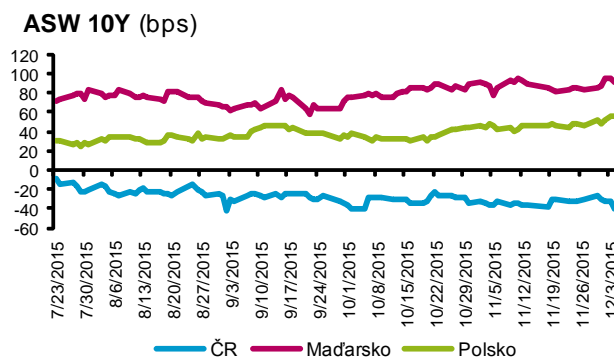
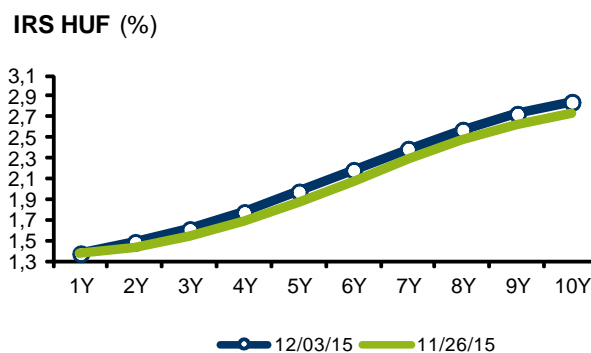
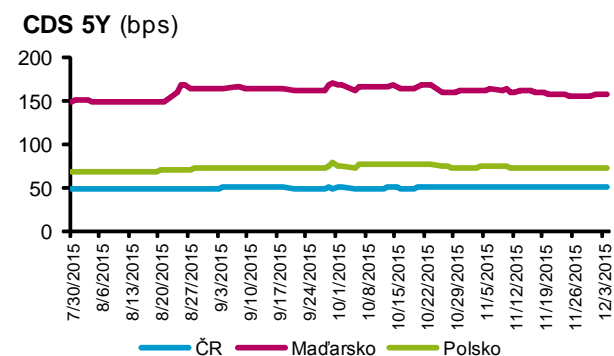
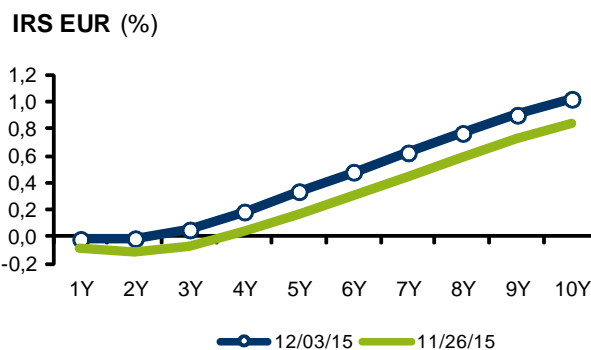
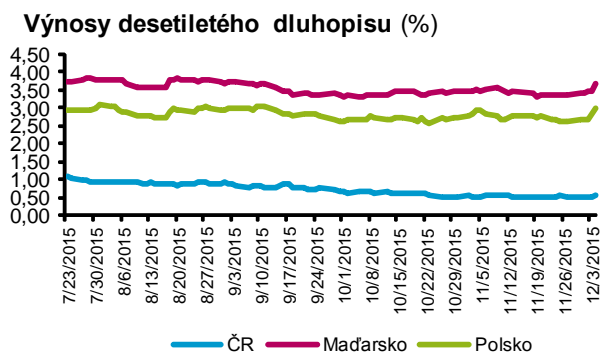
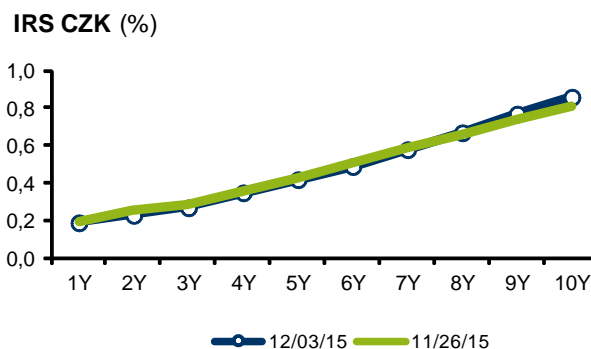
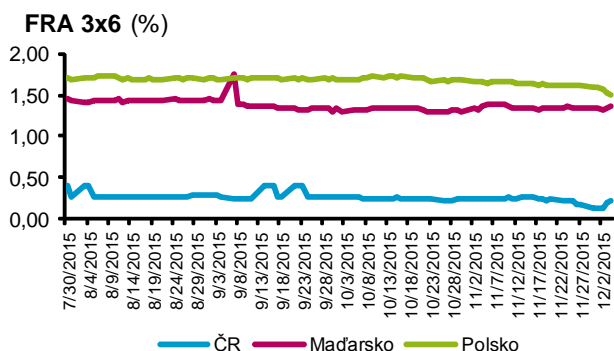
DIESEL (CZK/t)



EURHUF



Zdroj: Thomson Reuters



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

ÚT 9:00, HU Inflace (%)

	XI.15	X.15	XI.14
Inflace y/y	0,6	0,1	-0,7

HU: Meziroční inflace poskočí do kladných čísel

Očekáváme nárůst meziroční inflace, který bude způsobený bazickým efektem, kdy z indexu vypadne loňské snížení cen elektrické energie, plynu a dalších státem kontrolovaných cen.

ÚT 9:00, HU Průmyslová výroba (%)

	XI.15	X.15	XI.14
Měsíčně	8,5	7,8	5,7
kumul. od ledna			

HU: Průmysl stále táhne export aut a elektroniky

Průmyslová výroba by měla vykazat další velmi pozitivní růst, který byl tažený exportem automobilů a elektronikou. Navíc srovnávací základna u automobilového průmyslu je nízká, neboť loňský rok byly v Suzuki zaváděny nové modely.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Německo	07.12.2015	8:00	Průmyslová výroba	%	10/2015			0.7	0.6	-1.1	0.2
ČR	07.12.2015	9:00	Stavební výroba	%	10/2015						2.4
ČR	07.12.2015	9:00	Obchodní bilance (národní)	mld. CZK	10/2015			12		19	
ČR	07.12.2015	9:00	Průmyslová výroba	%	10/2015				1		0.6
Maďarsko	07.12.2015	16:30	Rozpočtové saldo	mld. HUF	11/2015						-816.2
USA	07.12.2015	18:30	Projev Bullarda o měnové politice v Indianě	Fed	12/2015						
Francie	08.12.2015	8:45	Obchodní bilance	mld. EUR	10/2015						-3.4
ČR	08.12.2015	9:00	Míra nezaměstnanosti 15-64	%	11/2015			5.9		5.9	
Maďarsko	08.12.2015	9:00	Průmyslová výroba	%	10/2015				8.7	2.9	7.8
Maďarsko	08.12.2015	9:00	Inflace	%	11/2015			0.2	0.6	0.2	0.1
EMU	08.12.2015	11:00	HDP	%	3Q/2015 *P			0.3	1.6	0.3	1.6
USA	08.12.2015	19:00	3letá aukce	mld. USD	12/2015			24			
EMU	09.12.2015	7:00	Projev Lautenschlaegerové v Abu Dhabi	ECB	12/2015						
Německo	09.12.2015	8:00	Obchodní bilance	mld. EUR	10/2015			21.8		22.9	
Německo	09.12.2015	8:00	Běžný účet	mld. EUR	10/2015			23.7		25.1	
ČR	09.12.2015	9:00	Inflace	%	11/2015			-0.1	0.4	0	0.2
EMU	09.12.2015	10:00	Projev Nowotnyho ve Vídni	ECB	12/2015						
ČR	09.12.2015	12:00	Aukce st. dluhopisu 0,00 %, 2015-2017	mld. CZK	12/2015						
USA	09.12.2015	19:00	10letá aukce	mld. USD	12/2015			21			
EMU	10.12.2015	0:00	Projev Liikanena v Helsinkách	ECB	12/2015						
Francie	10.12.2015	8:45	Harmonizovaná inflace	%	11/2015			0	0.3	0.1	0.2
Francie	10.12.2015	8:45	Inflace	%	11/2015			0	0.2	0.1	0.1
Francie	10.12.2015	8:45	Průmyslová výroba	%	10/2015			-0.3	2.2	0.1	1.8
Maďarsko	10.12.2015	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	10/2015 *P			480		855	
EMU	10.12.2015	12:30	Projev Coeura v Bruselu	ECB	12/2015						
USA	10.12.2015	14:30	Index dovozních cen	%	11/2015			-0.8	-9.5	-0.5	-10.5
USA	10.12.2015	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	12/2015					269	
USA	10.12.2015	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	11/2015					2161	
USA	10.12.2015	19:00	30letá aukce	mld. USD	12/2015			13			
EMU	10.12.2015	19:00	Projev Weidmanna na konferenci v Lisabonu	ECB	12/2015						
USA	10.12.2015	20:00	Rozpočtové saldo	mld. USD	11/2015			-67.5			
Německo	11.12.2015	8:00	Inflace	%	11/2015 *F			0.1	0.4	0.1	0.4
Německo	11.12.2015	8:00	Harmonizovaná inflace	%	11/2015 *F			0.1	0.3	0.1	0.3
USA	11.12.2015	14:30	Maloobchodní tržby	%	11/2015			0.3		0.1	
USA	11.12.2015	14:30	Maloobchodní tržby - bez automobilů	%	11/2015			0.3		0.2	
USA	11.12.2015	14:30	Výrobní ceny	%	11/2015			0	-1.4	-0.4	-1.6
USA	11.12.2015	14:30	Jádrový index cen v průmyslu	%	11/2015			0.1	0.2	-0.3	0.1
USA	11.12.2015	16:00	Podnikatelské zásoby	%	10/2015			0.1		0.3	
USA	11.12.2015	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		12/2015 *P			92		91.3	

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	1.00	0.64	1.30	0.98	1.10	1.20
Maďarsko	HU10Y	2.94	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	313	300	315	314	315	310
Polsko	EUR/PLN	4.31	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	2.3	2.8	2.2
Polsko	3.3	3.1	3.6	3.3	3.4	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

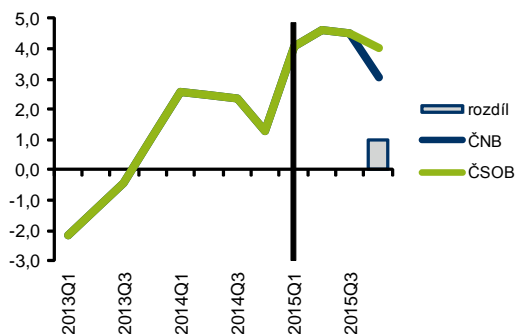
Podíl bilance veřejných financí na HDP (ESA 95, %)

	2015	2016
Česko	-1.6	-1.3
Maďarsko	-2.3	-2.1
Polsko	-3.0	-2.5

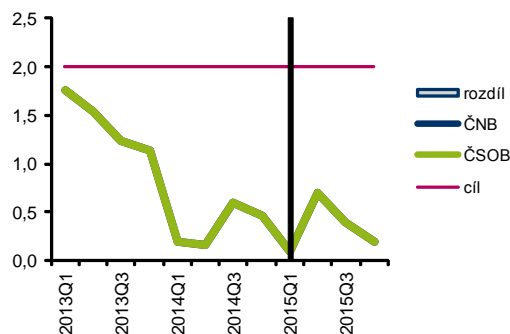
Zdroj dat: ČSOB, Bloomberg

Výhledy centrálních bank

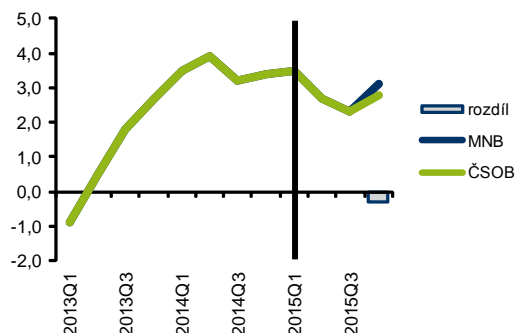
CZ: Výhled na růst HDP (y/y, %)



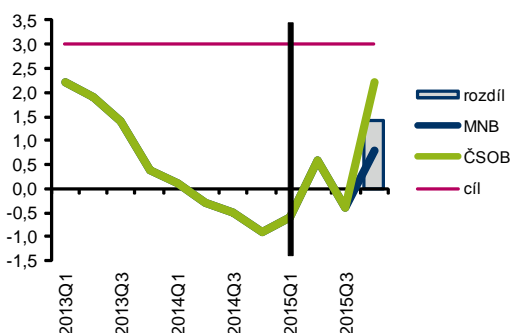
CZ: Výhled na inflaci (y/y, %)



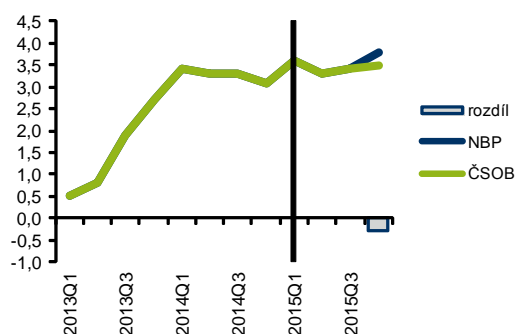
HU: Výhled na růst HDP (y/y, %)



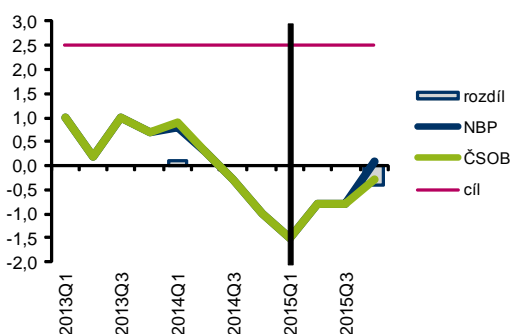
HU: Výhled na inflaci (y/y, %)



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.