



● Česká republika

Aktivita ČNB na devizovém trhu sílí 2

Inflace se začíná probouzet 3

Slabší průmysl doplnilo tragické stavebnictví 4

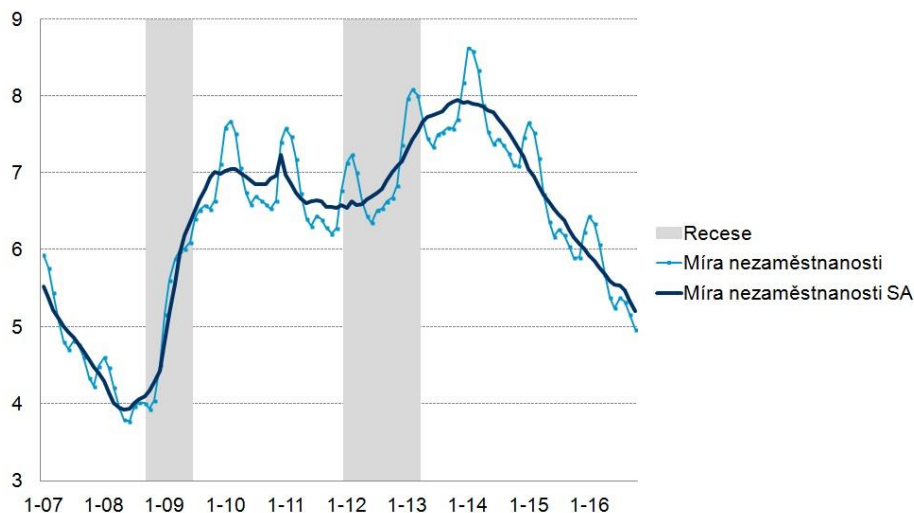
● Výhled na týden

Česká ekonomika zpomaluje 7

CZ: Nejnižší nezaměstnanost po roce 2008

Nezaměstnanost

(%; zdrojová data: MPSV)



I v říjnu pokračoval příznivý trend na českém trhu práce a nezaměstnanost opět poklesla, tentokrát na 5 %. Byla tedy o devět desetin procentního bodu nižší než ve stejném měsíci loňského roku, což fakticky znamenalo snížení počtu nezaměstnaných o více než 64 tisíc. Příznivý vývoj na trhu práce jde ruku v ruce s rostoucí nabídkou volných pracovních míst, kterých je aktuálně zhruba 140 tisíc. Oproti předchozímu měsíci se toto číslo sice mírně snížilo, ale stále jde o maximální říjnovou hodnotu za posledních devět let.

A co čekat dál? Nezaměstnanost na konci a především na začátku příštího roku nejspíše opět mírně vzroste s koncem sezónních prací, respektive úvazků na dobu určitou, avšak půjde o krátkodobý sezónní pohyb, který nic nezmění na dosavadním příznivém trendu. Následně se počty nezaměstnaných začnou znovu snižovat, i když mnohem pomalejším tempem než v roce letošním. Situace na trhu práce se nejspíše stabilizuje těsně pod hranicí pěti procent. I to bude stačit na další růst mzdových tlaků, které by měly přinést růst nominálních mezd v podnikatelském sektoru až okolo pěti procent.

Aktivita ČNB na devizovém trhu sílí

Petr Dufek

Po srpnové miliardě přišlo září s téměř 4 mld. eur.

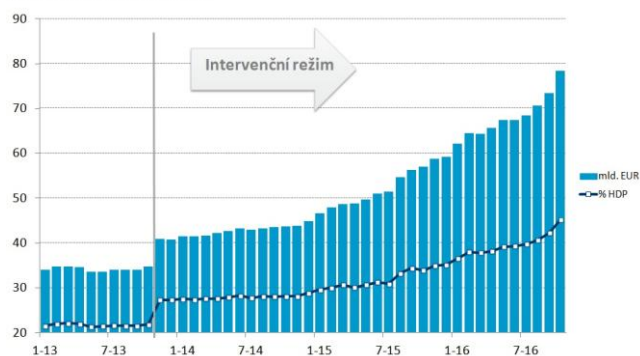
Každý měsíc devizové rezervy přepisují historická maxima.

Už srpnové číslo o devizových obchodech ČNB naznačovalo, že se centrální banka musí stále více snažit, aby udržela korunu nad intervenční hranicí, a září to jen potvrdilo. To už ČNB musela na trhu nakoupit skoro 3,7 mld. eur, čímž dále výrazně zvýšila likviditu v českém finančním světě. Růst intervenční aktivity sílí, nicméně je docela logický. S avizovaným koncem intervenčního režimu totiž stále více zahraničních hráčů začne sázet na budoucí posílení koruny a bude tak ČNB tlačit do stále větší defenzivy. Navíc se dá očekávat, že stranou pozornosti tyto sázky nezůstanou ani u tuzemských hráčů, kteří se zatím nejspíše příliš do této hry nezapojovali. Jejím výsledkem je tedy prozatím masivní tisk nových korun, pokles tržních úrokových sazeb a citelné posílení koruny na forwardovém trhu.

Silnější koruna na forwardovém trhu ovšem nepotěší exportéry, kteří doposud odkládali své zajišťovací operace do doby, až bude o exitu koruny z intervenčního režimu úplně jasno. A jak vyplývá z průzkumu ČNB a Svazu průmyslu, nebylo jich až tak málo, neboť míra kurzového zajištění se stále pohybuje v blízkosti historických minim. Sice se dá do jisté míry zdůvodnit rozvojem přirozeného zajištění, které může vyplývat (kromě importní náročnosti) i z vyššího zájmu o cizoměnové úvěry, avšak samo o sobě toto vysvětlení stačit nebude. Září tedy přineslo výraznou aktivitu ČNB na devizovém trhu, a jak se zdá, tato její intervenční defenziva nepolevila ani v říjnu, kdy devizové rezervy vzrostly o více než 5 mld. eur na nové historické maximum 78,4 mld. eur (cca 45 % HDP). Z části mohlo jít o peníze z EU, které centrální banka vyměňuje přímo pro stát, avšak z větší části šlo nepochybně o další intervence. Jak to bylo přesně, se dozvíme až za měsíc, nicméně už nyní se dá říct, že v rámci intervencí ČNB už nakoupila 26,5 mld. eur, čímž zvýšila objem korunové likvidity o téměř 700 mld. Nakonec v tisku korun jí nic neomezuje a prostor pro nákupy dalších eur rozhodně také má. Jen se prostě stále více ukazuje, že začít s kurzovým režimem bylo mnohem jednodušší, než s ním skoncovat. Zvláště když přitom nebude moci přehlížet (ne)prodloužení politiky tzv. kvantitativního uvolňování ECB.

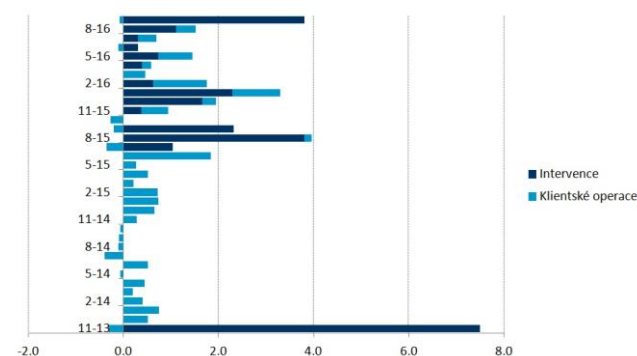
Devizové rezervy ČNB

(Zdroj: ČNB, vlastní výpočty)



Devizové operace ČNB

(mld. EUR; Zdroj: ČNB)



Inflace se začíná probouzet

Petr Dufek

Inflace překonala očekávání trhu a zejména pak i centrální banky.

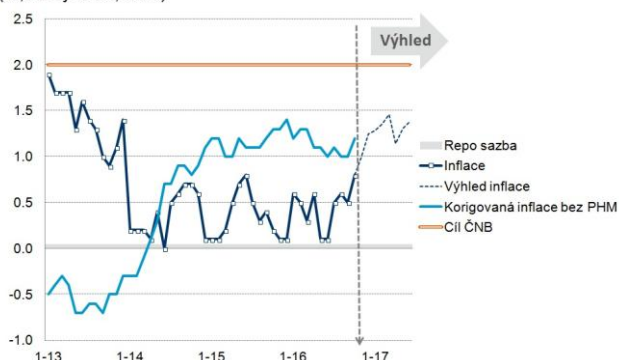
Růst spotřebitelských cen v říjnu nabral na síle. Meziměsíčně se ceny tentokrát zvýšily o tři desetiny procenta, a to především zásluhou sezónního růstu cen oblečení a obuvi, jemuž sekundovalo i pokračující zdražování pohonných hmot na českém trhu. Samozřejmě větší pozornost se upírala na meziroční inflaci cílovanou centrální bankou, která ze zářijových 0,5 % poskočila 0,8 % a o dvě desetiny procentního bodu překonala prognózu ČNB. Když se podíváme, které zboží zdražuje ve srovnání s loňským rokem nejrychleji, tak jsou to jednoznačně cigarety, alkohol, obuv. Více si spotřebitelé rovněž připlatí za služby spojené s bydlením, zejména pokud jde o stočné, nájemné, elektřinu a teplo. A nakonec se růst poptávky projevuje i na cenách dovolených.

Inflace pod hranicí jednoho procenta už dlouho nezůstane.

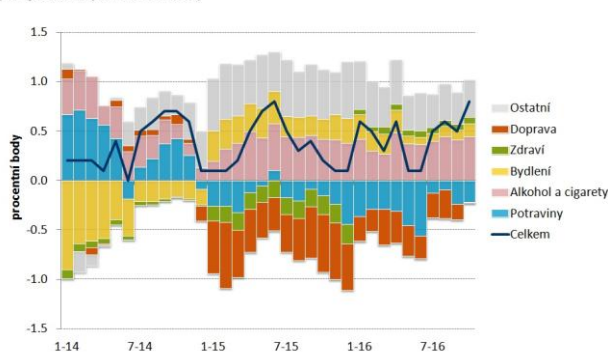
Jak se znovu potvrdilo, ČNB může být s vývojem inflace spokojená. Nejenom že celková inflace míří vzhůru, ale vyšší je aktuálně i měnově politická inflace (0,6 %), ale především pak tzv. korigovaná inflace (1,2 %), která je obdobou jádrové inflace. Neodráží v sobě totiž ceny pohonných hmot a potravin, které jsou z pohledu prognózování téměř nevyzpytatelné. Vzhledem k tomu, jak se vyčerpává protiinflační působení cen energií a pohonných hmot je velmi pravděpodobné, že inflace v dalších měsících dále vzroste. Nakonec na cenách služeb vidíme zrychlování inflace už nyní (+1,6 %). Pohonné hmoty sice mohou v dalších týdnech mírně zlevnit s tím, jak se trhy se zpožděním přizpůsobily pravděpodobné (ne)dohodě zemí vyvázejících ropu, avšak nastoupený inflační trend v české ekonomice se tím nezlomí.

I když si zdaleka nejsme tak jisti tím, že inflace ve druhé polovině příštího roku rychle překoná hranici dvou procent, nebude s největší pravděpodobností cenový vývoj překážkou pro opuštění kurzového režimu. Inflace se totiž i tak bude nejspíše pohybovat v těsné blízkosti cíle, což by centrální bance mělo ruce dostatečně rozvázat. Kritickým mezníkem tak bude v první a vlastně i v poslední řadě ECB, která doposud nijak nenaznačila, zda se svojí velkorysou politikou tisku eur hodlá pokračovat déle, než původně ohlásila. Exit z kurzového režimu by se totiž v případě prodloužení masivního euro-tisku uvolňoval přece jen obtížněji. A tak lze doufat, že ECB v prosinci dá trhům alespoň tušit, co sama hodlá činit v roce 2017.

Inflace vs. hlavní sazba ČNB
(%; Zdroj: ČSÚ, ČNB)



Struktura meziroční inflace v ČR
(vliv jednotlivých složek koše)



Slabší průmysl doplnilo tragické stavebnictví

Petr Dufek

Růst průmyslu zvolňuje a toto zpomalení přímo ovlivní i výsledek HDP ve třetím čtvrtletí.

Oproti očekávání růst průmyslu tentokrát zklamal, když dosáhl jen 2,7 %. V každém případě jde však stále o solidní číslo, které ovšem stojí opět především na výrobě osobních automobilů (+10 %) následované výrobou ostatních dopravních prostředků a strojírenstvím. Průmysl poslední tři roky fungoval jako hlavní motor celé české ekonomiky. Prostor pro jeho další rychlý vzestup se však postupně omezuje a s ním bude i zpomalovat růst celého hospodářství. Důvodem je především to, že nedochází k akceleraci zahraniční i domácí poptávky (ta dokonce aktuálně klesá) a současně kapacity nejúspěšnějších oborů jedou už nyní na maximum. Dynamika průmyslu se tak může postupně stabilizovat na tempu do tří procent a tomu nakonec odpovídá i nižší růst nových zakázek. V nominálním vyjádření se zakázky v září zvýšily o 2,4 %. Zářijové číslo z průmyslu doplňuje obrázek o tom, jak se dařilo české ekonomice ve třetím čtvrtletí letošního roku. Jestliže v první polovině roku si naše ekonomika připsovala zhruba 2,8 %, tentokrát se budeme muset smířit s číslem spíše v blízkosti dvou procent.

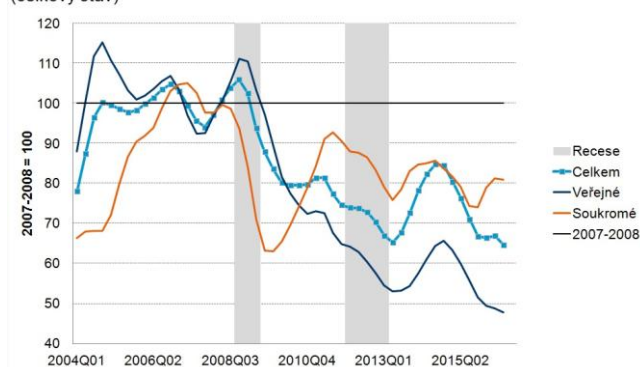
Stavebnictví zabředává stále více do recese.

Pokles stavební výroby pokračoval i v září, kdy se produkce tohoto odvětví snížila o 7,4 %. Na vině je – stejně jako v předchozích měsících – především nedostatek veřejných zakázek. Boom čerpání evropských peněz je dávno pryč a stavebnictví se z náhlého úbytku peněz, respektive projektů ještě nevzpamatovalo. Není proto až takovým překvapením, že se stále nedaří především inženýrské výstavbě, která se zdá zaměřuje spíše než na rozjezdy nových velkých infrastrukturních projektů na rekonstrukce. Naproti tomu se vzchopila pozemní výstavba, která pociťuje rostoucí zájem o komerční i bytové projekty. Ostatně nové zakázky za třetí kvartál to vlastně docela dobře potvrzují. Zatímco u pozemní výstavby se tyto zakázky ve třetím kvartále zvýšily o 30 %, u inženýrských staveb propadly o 28 %. Stavebnictví nepochybně nedokáže v závěru roku nijak vykompenzovat svůj dosavadní propad, a tak jeho letošní výsledek zůstane hluboko v záporu (-7 %). Ke stabilizaci by mohlo dojít až v roce 2017, nicméně stále bude záležet především na schopnosti státu připravit a začít realizovat větší projekty.

Trend hlavních odvětví české ekonomiky

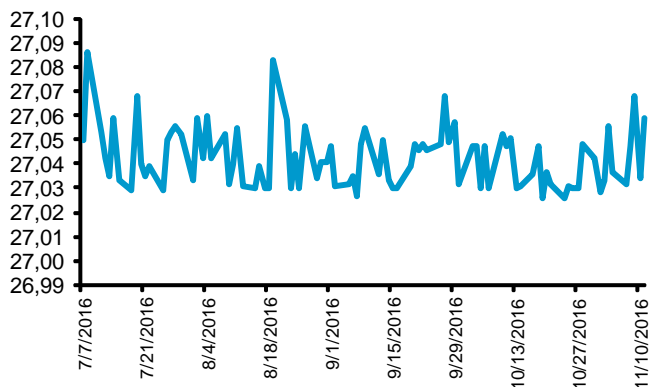


Trend zakázek ve stavebnictví (celkový stav)

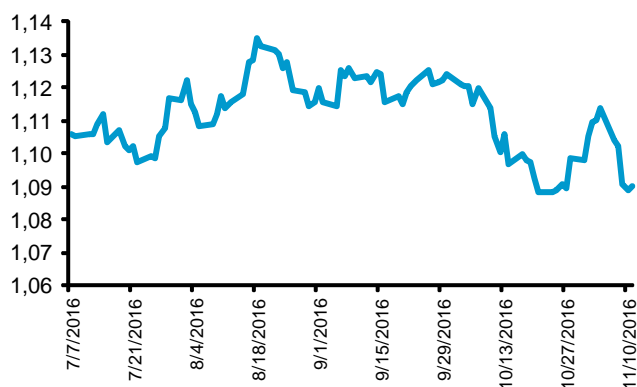


Přehled trhů

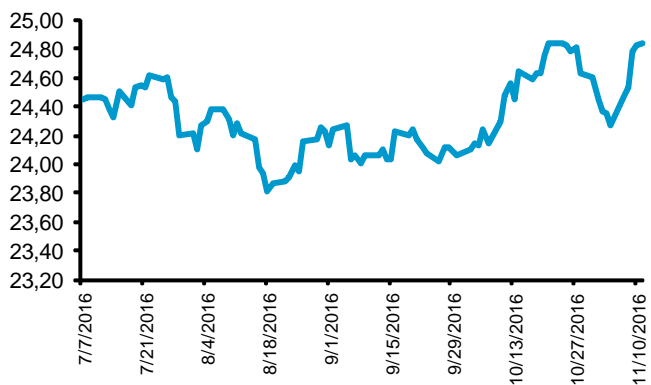
EURCZK



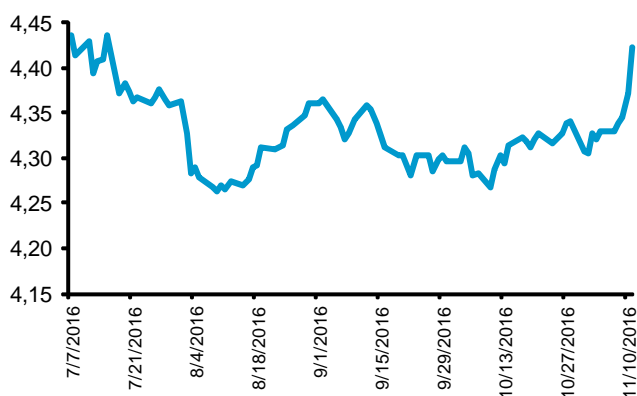
EURUSD



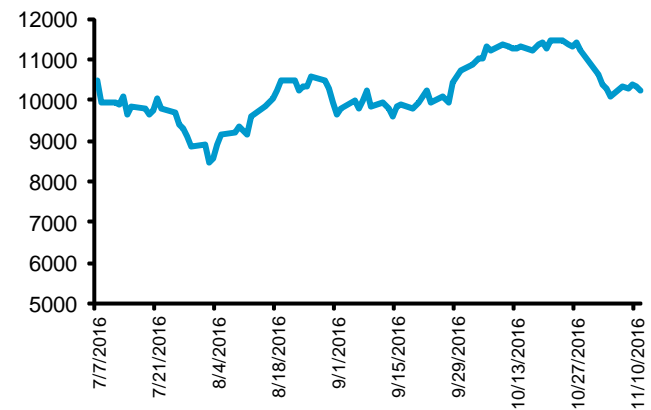
USDCZK



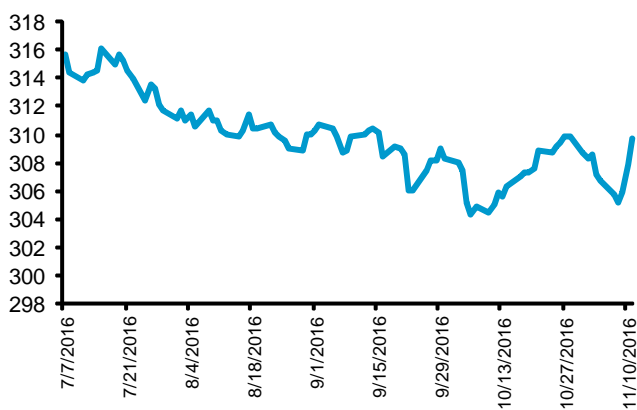
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

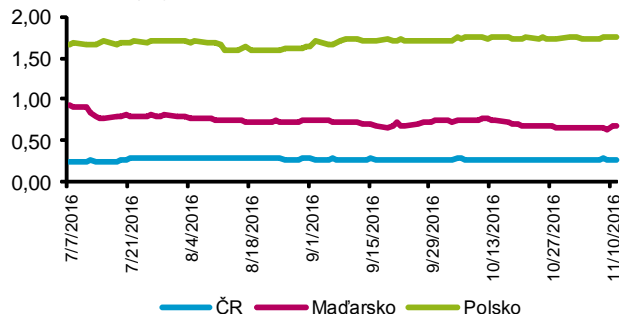


EURHUF

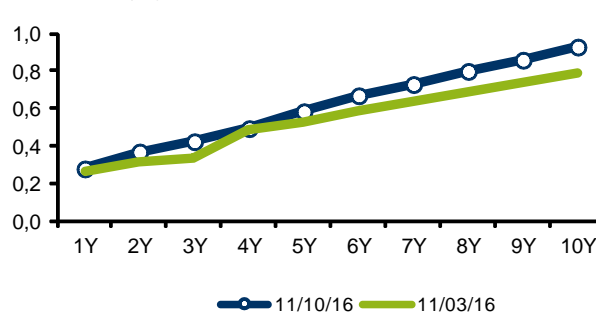


Zdroj: Thomson Reuters

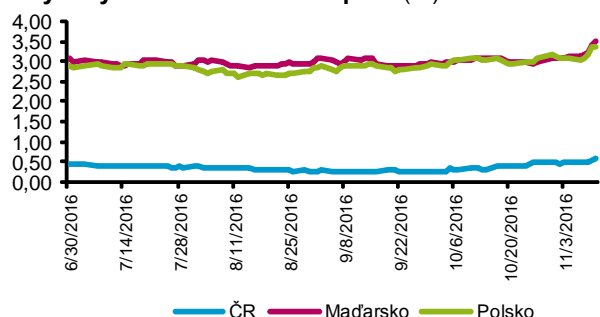
FRA 3x6 (%)



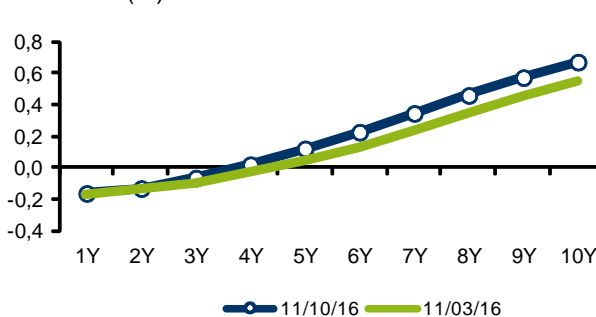
IRS CZK (%)



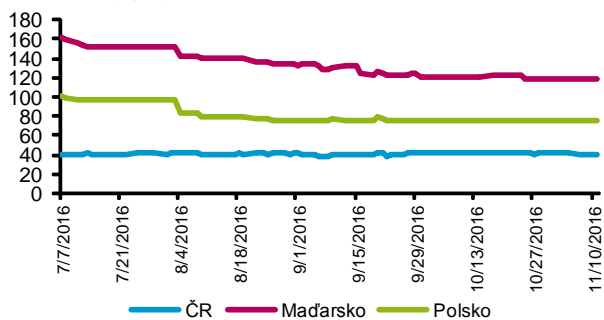
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



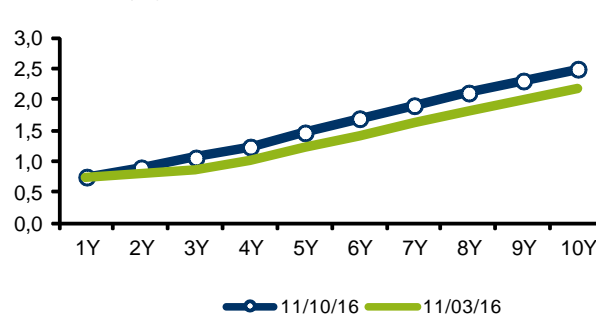
IRS EUR (%)



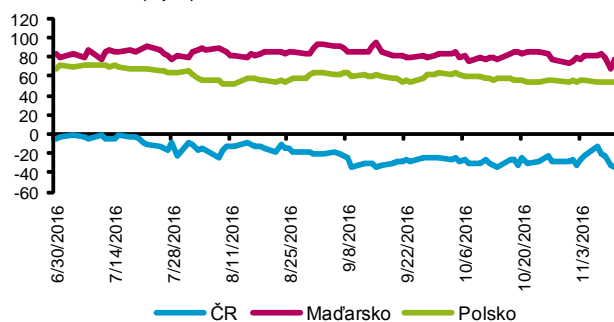
CDS 5Y (bps)



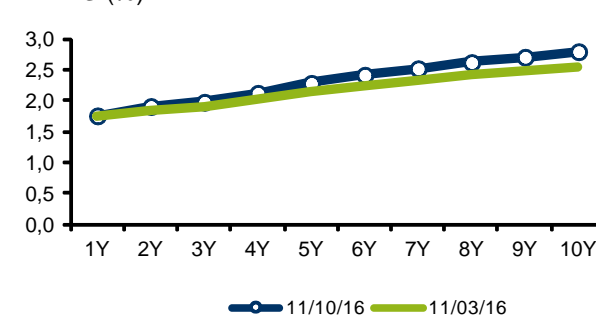
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

ÚT 9:00, CZ HDP - odhad (%)

	Q3-16	Q2-16	Q3-15
HDP (q/q)	0,0	0,9	1,0
HDP (y/y)	4,0	2,6	4,8

CZ: Ekonomika zpomaluje

Předběžný odhad růstu HDP za třetí kvartál nejspíše příliš nepotěší. Předpokládáme, že tempo ekonomiky zvolní na zhruba 2 %, a to především v důsledku slabší investiční aktivity. Naproti tomu pozitivní příspěvek očekáváme především od spotřeby. Na straně tvorby HDP nejspíše uvidíme výrazně nižší tempo u průmyslu. Technickou otázkou zůstává, jak se v datech za třetí čtvrtletí odrazí očištění o tři kalendářní dny, o něž je tento kvartál ve srovnání s tím druhým „ochuzen“. Zpomalení ekonomiky by nemělo být ani tak překvapivé, a proto celoroční odhad růstu HDP ponecháváme na úrovni 2,5 %.

ÚT 10:00, PL HDP (% , y/y)

	Q3-16	Q2-16	Q3-15
HDP	3,2	3,1	3,4

PL: Ekonomika drží tříprocentní růst

Polská ekonomika rostla ve 3. čtvrtletí podobně jako v první polovině roku, přičemž byla více podporována akcelerující soukromou spotřebou podporovanou vyššími přídávky na děti a nízkými úrokovými sazbami. Zatímco tedy maloobchodní tržby rostly (meziročně) rychleji, tak průmyslu se dařilo v uplynulém kvartále trochu hůře a to přesto, že zahraniční obchod zůstal v dobré kondici.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
ČR	14.11.2016	10:00	Běžný účet	mld. CZK	09/2016	0		0		-0,74	
EMU	14.11.2016	11:00	Průmyslová výroba	%	09/2016			-1	0,9	1,6	1,8
Polsko	14.11.2016	14:00	Běžný účet	mil. EUR	09/2016			-605		-1047	
Polsko	14.11.2016	14:00	Inflace	%	10/2016 *F					0,5	-0,2
Polsko	14.11.2016	14:00	Obchodní bilance	mil. EUR	09/2016			121		-509	
Polsko	14.11.2016	14:00	Peněžní zásoba M3	%	10/2016			0,9	8,9	0,4	9,3
Německo	15.11.2016	8:00	HDP	%	3Q/2016 *P			0,3	1,8	0,4	1,8
Francie	15.11.2016	8:45	Harmonizovaná inflace	%	10/2016 *F			0	0,5	0,1	0,5
Francie	15.11.2016	8:45	Inflace	%	10/2016 *F			0	0,4	0	0,4
ČR	15.11.2016	9:00	HDP	%	3Q/2016 *A	0,4	2	0,5	2,1	0,9	2,6
Maďarsko	15.11.2016	9:00	HDP	%	3Q/2016 *P			0,3	2	1	2,6
Polsko	15.11.2016	10:00	HDP	%	3Q/2016 *P		3,2	0,8	3	0,9	3,1
EMU	15.11.2016	11:00	HDP	%	3Q/2016 *P			0,3	1,6	0,3	1,6
EMU	15.11.2016	11:00	Obchodní bilance	mil. EUR	09/2016			22,9		18,4	
Německo	15.11.2016	11:00	Index podnikatelské nálady Zew (očekávání)		11/2016			7,9		6,2	
Německo	15.11.2016	11:00	Index Zew (hodnocení současné situace)		11/2016			62,3		59,5	
Polsko	15.11.2016	14:00	Jádrová inflace	%	10/2016			0,3	-0,3	-0,2	-0,4
USA	15.11.2016	14:30	Index dovozních cen	%	10/2016			0,4	-0,3	0,1	-1,1
USA	15.11.2016	14:30	Maloobchodní tržby	%	10/2016			0,6		0,6	
USA	15.11.2016	14:30	Maloobchodní tržby - bez aut, benzínu a stav. mater	%	10/2016	0,2		0,4		0,1	
USA	15.11.2016	14:30	Podnikatelská nálada v e státě N.Y.		11/2016			-2,5		-6,8	
USA	15.11.2016	16:00	Podnikatelské zásoby	%	09/2016			0,2		0,2	
ČR	16.11.2016	0:00	Kvartální zisk Philip Morris	CZK	3Q/2016						
ČR	16.11.2016	9:00	Výrobní ceny	%	10/2016			0,2	-2	0,3	-2,4
USA	16.11.2016	14:30	Jádrový index cen v průmyslu	%	10/2016			0,2	1,6	0,2	1,2
USA	16.11.2016	14:30	Výrobní ceny	%	10/2016			0,3	1,2	0,3	0,7
USA	16.11.2016	15:15	Průmyslová výroba	%	10/2016			0,2		0,1	
USA	16.11.2016	15:15	Využití kapacit	%	10/2016			75,5		75,4	
USA	16.11.2016	16:00	Index stavitelů rodinných domů		11/2016			63		63	
EMU	17.11.2016	11:00	Inflace	%	10/2016 *F			0,3	0,5	0,4	0,4
EMU	17.11.2016	11:00	Jádrová inflace	%	10/2016 -F				0,8		0,8
USA	17.11.2016	14:30	Inflace	%	10/2016			0,4	1,6	0,3	1,5
USA	17.11.2016	14:30	Jádrová inflace	%	10/2016			0,2	2,2	0,1	2,2
USA	17.11.2016	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	11/2016					254	
USA	17.11.2016	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	11/2016					2041	
USA	17.11.2016	14:30	Udělená stavební povolení		10/2016			1195		1225	
USA	17.11.2016	14:30	Zahájení staveb nových domů		10/2016			1155		1047	
USA	17.11.2016	14:30	Podnikatelská nálada philadelph. Fedu		11/2016			8		9,7	
Německo	18.11.2016	8:00	Výrobní ceny	%	10/2016			0,2	-0,9	-0,2	-1,4
EMU	18.11.2016	10:00	Běžný účet	mld. EUR	09/2016					23,6	
Polsko	18.11.2016	14:00	Mzdy	%	10/2016			1,5	4,2	0,1	3,9
USA	18.11.2016	16:00	Předstihové ukazatele		10/2016			0,1		0,2	

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

Náš výhled

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	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	0,90	0,90	0,90	3,00	0,90	0,90	-15 bps	5/24/2016
Polsko	2T inter. sazba	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	-50 bps	3/5/2015

Výhled pro úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
Česko	PRIBOR 3M	0,29	0,25	0,25	0,29	0,29	0,29
Maďarsko	BUBOR 3M	0,72	1,01	0,88	3,10	0,90	0,90
Polsko	WIBOR 3M	1,73	1,71	1,71	1,65	1,70	1,70

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
Česko	CZ10Y	0,98	0,50	0,53	0,80	0,88	0,95
Maďarsko	HU10Y	2,55	2,18	2,00	4,40	2,80	2,80
Polsko	PL10Y	2,80	2,22	2,33	2,50	2,50	2,70

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
Česko	EUR/CZK	27,06	27,06	27,02	27,02	27,02	27,02
Maďarsko	EUR/HUF	310	315	309	300	315	310
Polsko	EUR/PLN	4,42	4,37	4,30	4,39	4,32	4,28

HDP (meziročně, %)

	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
Česko	2,6	2,0	2,2	2,3	2,1	2,3	2,4
Maďarsko	2,6	2,8	3,0	3,6	3,2	2,8	3,3
Polsko	3,1	3,4	3,6	3,7	3,8	3,8	3,8

Inflace (meziročně, %, konec období)

	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
Česko	0,1	0,5	1,2	1,5	1,6	1,7	1,9
Maďarsko	-0,2	0,6	2,4	2,5	2,1	2,2	2,4
Polsko	-0,8	-0,5	0,0	0,4	0,8	1,2	1,5

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

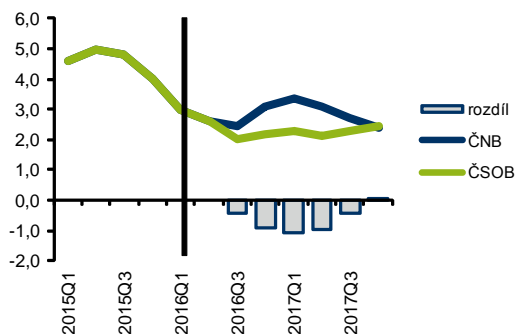
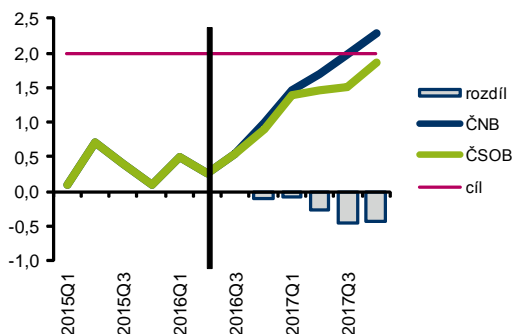
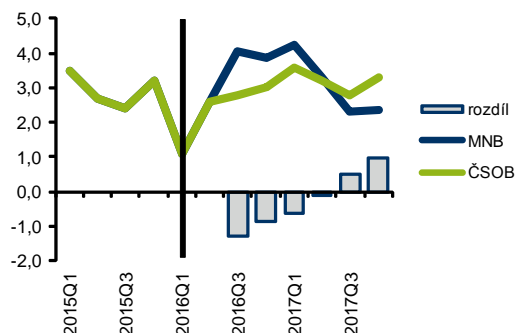
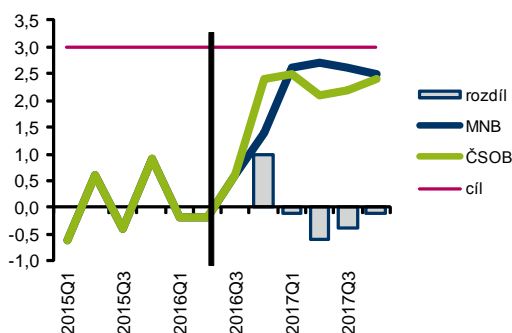
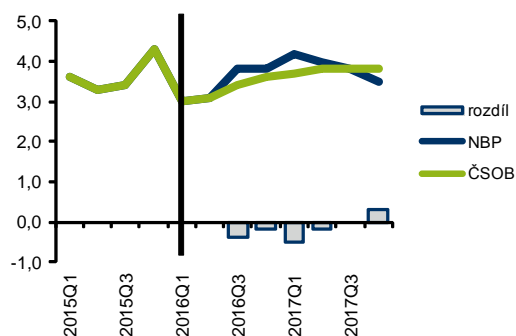
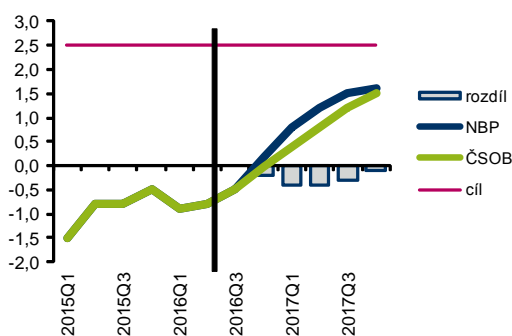
	2015	2016
Česko	0,9	1,6
Maďarsko	6,0	4,1
Polsko	-1,2	-1,5

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

	2015	2016
Česko	-0,4	-0,5
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.