

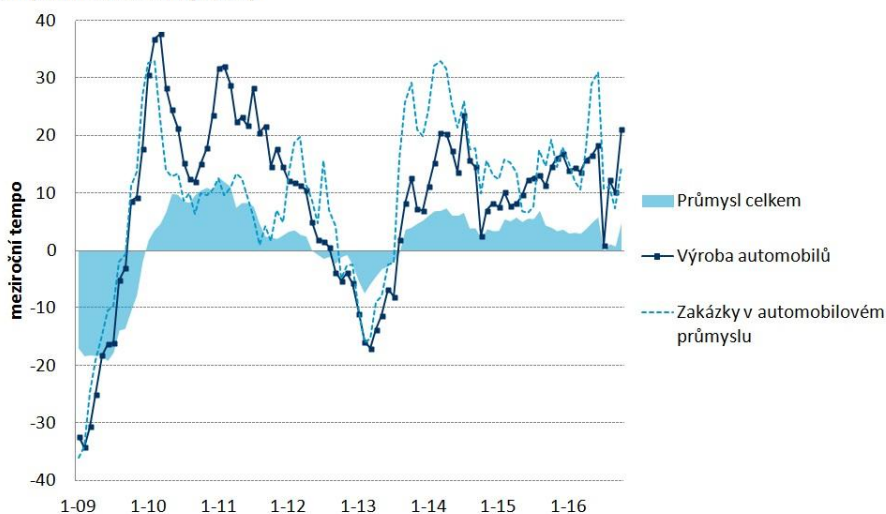


- **Česká republika**
 - Český inflační super-skok 2
 - Akční intervenční podzim ČNB 3
- **Eurozóna**
 - ECB omezí QE, ale celkově připravila pro trhy o něco více 4
- **Výhled na týden**
 - Český běžný účet v plusu 7

Růst českého průmyslu se takřka zastavil...

Průmyslová výroba

(3m průměr, %; zdroj: ČSÚ)



Říjen byl pro tuzemský průmysl slabým měsícem. Výroba v našem nejsilnějším odvětví se meziročně (letos už podruhé) snížila o 1,7 %. Na druhou stranu nelze pominout, že říjen měl o jeden pracovní den méně, a tak alespoň očištěný výsledek zůstal lehce v plusu (+0,8 %). Aktuální výsledek je v podstatě zklamáním, zvláště když ho dáme do souvislosti s vývojem nových zakázek, které se tentokrát rovněž propadly. Naznačují tak, že poslední čtvrtletí roku nebude pro českou ekonomiku ve znamení návratu k rychlejšímu růstu. Nepřesvědčily tentokrát ani zakázky automobilek, které poklesly o 1,7 %, nicméně určitou útěchu lze hledat alespoň ve vysokém srovnávacím základu.

Český inflační super-skok

Petr Dufek

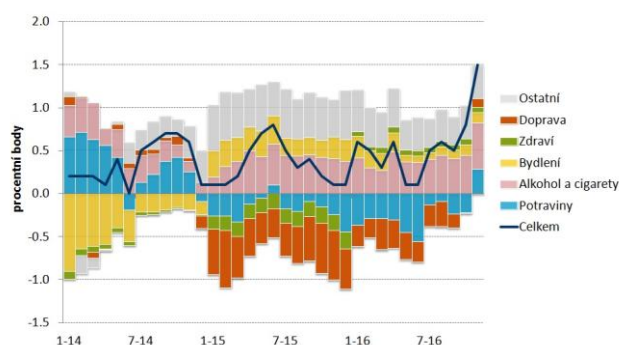
Z 0,8 % na 1,5 % a o půl procentního bodu nad prognózou ČNB.

Ještě před měsícem se inflace pozvolna přibližovala k jednomu procentu, které je dolní hranicí tolerančního pásma ČNB. Listopad vše změnil a inflace vyskočila ještě o desetinu víc, než jsme očekávali, a dosáhla 1,5 %. Inflace se tak dostává na nejvyšší úroveň za poslední více než tři roky. O rychlý nárůst inflace se postaraly v posledním měsíci hlavně potraviny, jejichž ceny se zvedly o 2,1 %. Ostatně v obchodech byl tentokrát docela zřetelně vidět nárůst mléčných výrobků. Potraviny byly nejenom dražší ve srovnání s říjnem, ale připlácíme si za ně i ve srovnání s loňským listopadem. Na inflaci se navíc podepsaly i vyšší ceny pohonných hmot hbitě reagující na zvyšování cen ropy a jejich derivátů na světových trzích. A nakonec, jak uvádí statistický úřad, zafungovala vyšší poptávka a nejspíše i příprava na EET u stravovacích služeb. Listopadovou inflaci se zlomil trend, kdy na jedné straně klesaly ceny zboží a rostly ceny služeb. Nyní už jsme v módu, kdy se zvyšují ceny obojího. Zboží meziročně zdražilo o 1,5 %, služby o 1,7 %. A znamená to rovněž, že inflace zasáhne cíl ČNB o něco rychleji, než se původně předpokládalo. Zvláště, když nás čeká přelom roku, kdy do inflace vstupuje například nájemné a služby spojené s bydlením.

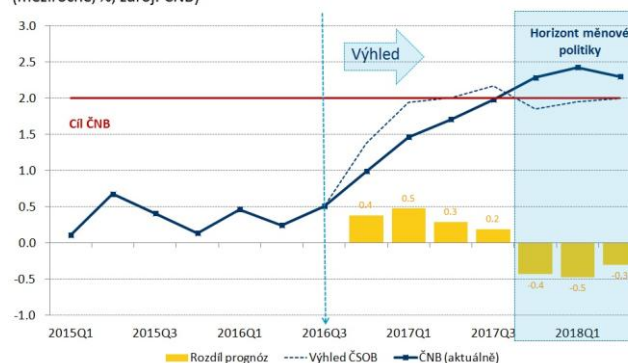
U cíle rychleji, než se původně čekalo.

A co čekat dále? V prosinci se inflace přiblíží na dohled inflačnímu cíli, který by mohla dosáhnout už na konci prvního čtvrtletí příštího roku. Následně by se už mohla pohybovat jen v jeho těsné blízkosti. Předpokladem tohoto odhadu je samozřejmě, že nedojde třeba k brutálnímu propadu cen ropy a dalších komodit na světových trzích. S vývojem inflace a vlastně i dalších ekonomických ukazatelů tedy může být ČNB spokojená. Inflace přestřelila prognózu o půl procentního bodu, rychleji rostou i mzdy, a tak jediné co příliš nevychází je velmi optimistický odhad ekonomického růstu, s nímž ČNB počítala pro druhou polovinu roku. Vzhledem k tomu, že inflace roste rychleji, neměla by už ČNB dále posunovat svůj tvrdý kurzový závazek za současnou hranici prvního kvartálu. A to bez ohledu na včerejší rozhodnutí ECB, která se rozhodla zaplavit finanční trhy dalšími stamiliardami nových eur.

Struktura meziroční inflace v ČR
(vliv jednotlivých složek koše)



Výhled inflace
(meziročně, %; zdroj: ČNB)



Akční intervenční podzim ČNB

Petr Dufek

Největší měsíční intervence centrální banky.

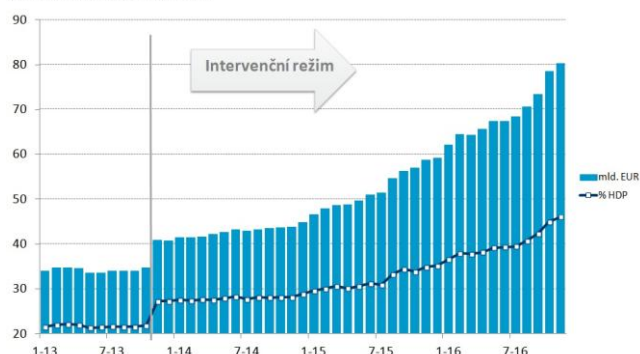
Po silném zářív, kdy centrální banka na trhu nakoupila 3,7 mld. EUR, aby zabránila koruně v prolomení intervenční hranice, má ČNB za sebou další akční měsíc. V říjnu totiž musela na trhu nabrat další téměř 4 mld. EUR. Zavedení a následně zabezpečování kurzové hranice už přineslo centrální bance do rezerv necelých 30 mld. eur na jedné straně a pro ekonomiku nových skoro 800 mld. korun na straně druhé. Za tak akčním podzimem na devizovém trhu stály především očekávání investorů ohledně blížícího se exitu z kurzového systému. Tedy snaha naskočit do „rozjetého“ vlaku v době, kdy se všude kolem hrály hry na záporné úrokové sazby a prodlužování kvantitativního uvolňování ECB. Nakonec bylo to vidět na dluhopisovém trhu, kde v té době vzrostla poptávka ze strany zahraničních investorů po korunových státních bondech. Pro exportéry to byly měsíce, kdy v důsledku likvidity výrazně posílila koruna na forwardovém trhu a snižovala atraktivitu kurzového zajištění.

Prostor nakupovat eura má ČNB i nadále téměř neomezený.

Pro úplnost lze jen dodat, že devizové rezervy díky intervencím vytvořily nový historický rekord ve výši 80,3 mld. EUR (listopad), což odpovídá asi 46 % HDP. A zapomenout nemůžeme ani na fakt, že ČNB může dále nakupovat tolik eur, kolik chce, protože v tomto směru není ničím omezoována. Jak ovšem už naznačuje listopadový výsledek devizových rezerv, aktivita ČNB na trhu v tomto měsíci polevila. K uklidnění situace napomohla změna nálady v americké ekonomice, kde výrazně vzrostly dlouhodobé úrokové sazby, stejně jako sázky na rychlejší zvyšování úrokových sazeb. Pozornost investorů se proto znovu začala zaměřovat tam a další trhy zažily odliv investic, nebo jako ten náš – úlevu. Ani masivní intervence v posledních měsících nemění náš pohled na kurzový režim. Rostoucí inflace by měla vytvořit dostatečný prostor ČNB k opuštění tohoto systému ve třetím čtvrtletí příštího roku. Brzký konec sice komplikuje ECB, která nejspíše protáhne QE, aby podpořila inflaci (nebo možná spíše italské dluhopisy), avšak zatím není důvod odkládat uvolnění koruny dále do budoucnosti. Nakonec tento režim měl původně skončit už v prvním kvartále 2015, takže formálně vlastně už dost přeluhuje.

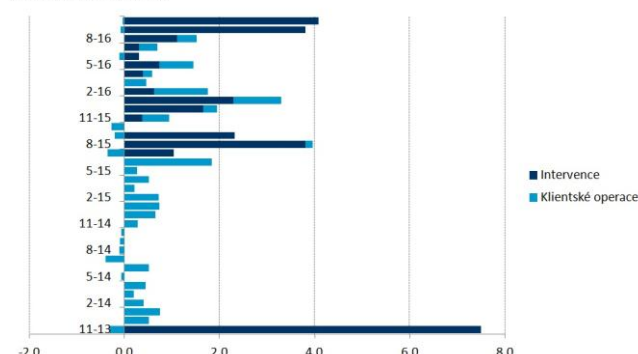
Devizové rezervy ČNB

(Zdroj: ČNB, vlastní výpočty)



Devizové operace ČNB

(mld. EUR; Zdroj: ČNB)



ECB omezí QE, ale celkově připravila pro trhy o něco více

Jan Bureš

ECB se rozhodla natáhnout svůj program přímého tisku peněz o dalších 9 měsíců.

ECB jde primárně o působení QE skrze krátké výnosy a kurz eura.

Delší politika QE zvyšuje i pravděpodobnost o něco delšího trvání intervencí v Česku.

Evropská centrální banka se rozhodla natáhnout svůj program přímého tisku peněz o dalších 9 měsíců, ale ve snížených objemech (60 miliard euro/měsíc). My a (pravděpodobně) i většina trhu jsme čekali natažení "pouze" o 6 měsíců ale ve stávajících objemech (80 miliard eur/měsíc). ECB se tak celkově zavázala natisknout o něco více eur (540 mld. versus 480 mld.). Navíc je připravena dál eventuálně program natáhnout a ponechává si v ruce i možnost dalšího snížení úrokových sazeb. Ve světle posledních slušných makročísel je takový výsledek lehce holubičím překvapením.

V podobném duchu se nesla i tisková konference, kde přes pokračující optimistický výhled na růst (1,7 % letos i příští rok), Mario Draghi zůstal naladěný spíše na holubičí notu a zdůraznil, že čtvrtěční rozhodnutí mělo širokou podporu. To pro euro není, především ve světle blížícího se zasedání Fedu, moc dobrá zpráva.

Složitější bude reakce na dluhopisových trzích - delším konci výnosové křivky. Tam samo o sobě lehké holubičí překvapení nemusí stačit, zvláště pokud se bude měsíčně nakupovat méně dluhopisů a inflace v nadcházejících měsících půjde směrem vzhůru. Mohou k tomu přispět i změny v pravidlech, podle kterých ECB bude provádět nadále politiku kvantitativního uvolňování. ECB začne nakupovat i kratší dluhopisy (1 rok) a současně se nebrání nákupům dluhopisů s výnosem nižším než depozitní sazba - to může držet dole kratší konec křivky, na který je citlivé euro. Dá se to tedy interpretovat tak, že ECB jde primárně o působení QE skrze krátké výnosy a kurz eura. Na druhou stranu ECB nezměnila limit na emitenta (33 %), což pravděpodobně v příštím roce omezí nákupy německého bundu. To pro delší německé splatnosti není dobrá zpráva.

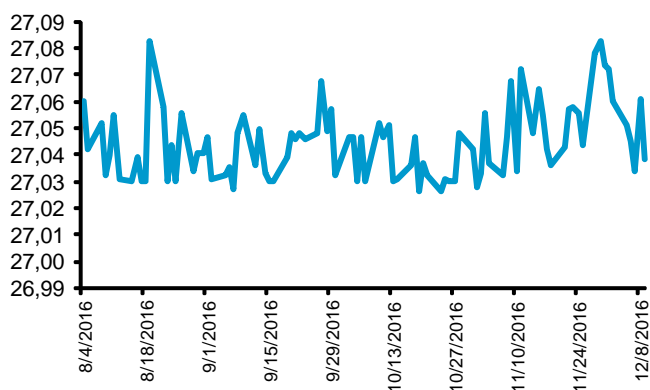
V neposlední řadě je zřejmé, že o něco delší politika kvantitativního uvolňování zvyšuje i pravděpodobnost o něco delšího trvání intervencí v Česku. Ne však automaticky. Na druhou stranu slabší měsíční nákupy dluhopisů do bilance ECB v kombinaci s o něco vyššími eurovými výnosy mohou tlumit příliv spekulativního kapitálu do Česka. A dnešní krok může být ve finále i v ČNB chápán jako určitý ústup od politiky QE (i když Mario Draghi trval na tom, že není). Nemusí být proto zásadní překážkou pro náš základní scénář - exitu z intervencí ve třetím kvartále příštího roku.

Celková Aktiva Centrálních Bank

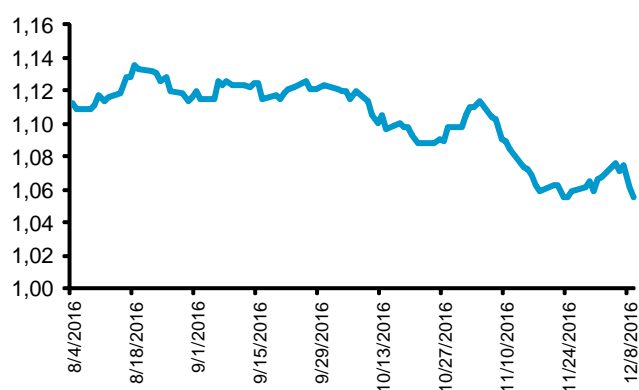


Přehled trhů

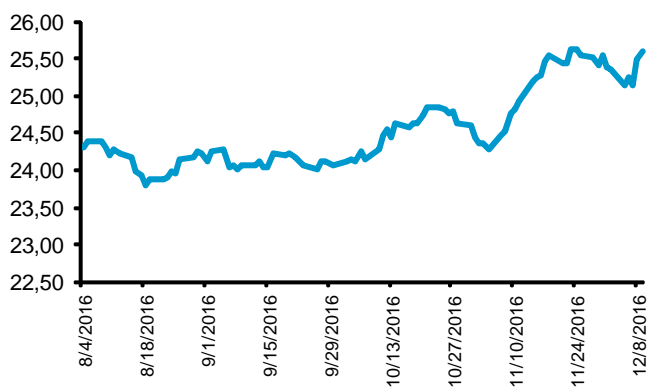
EURCZK



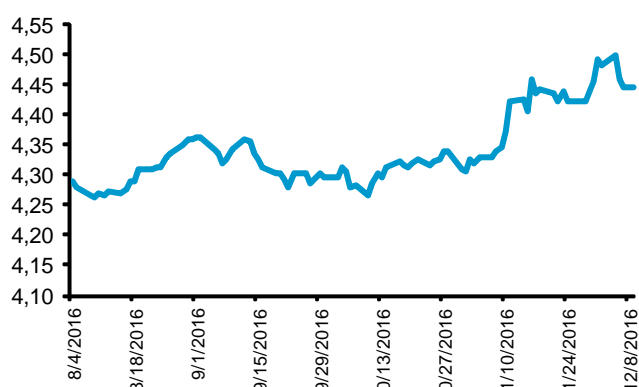
EURUSD



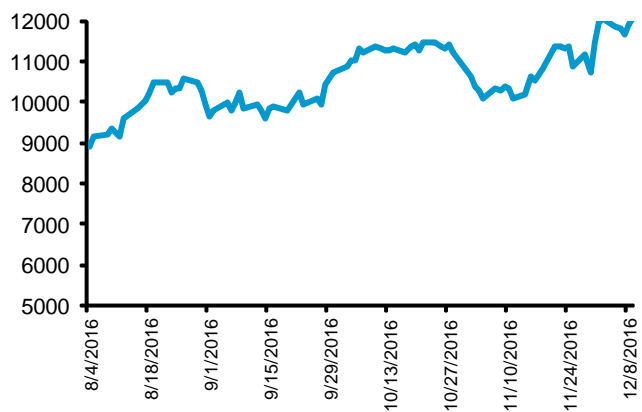
USDCZK



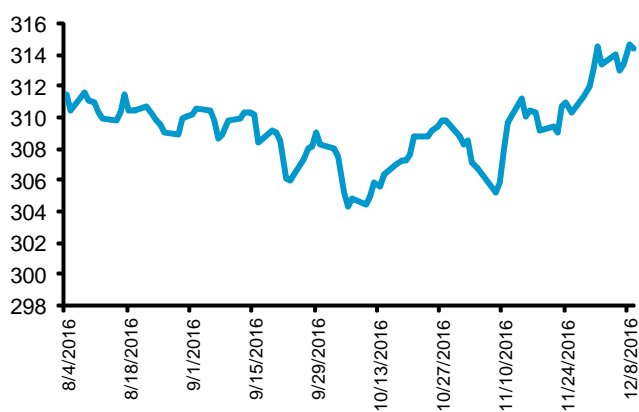
EURPLN



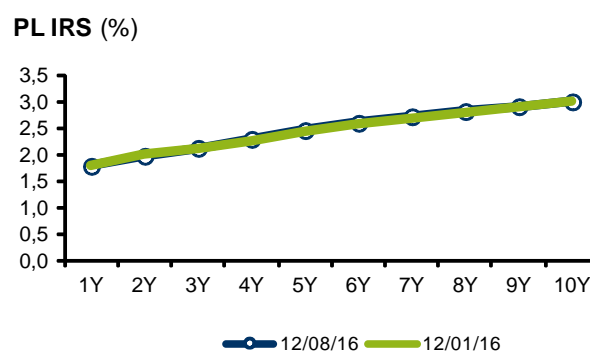
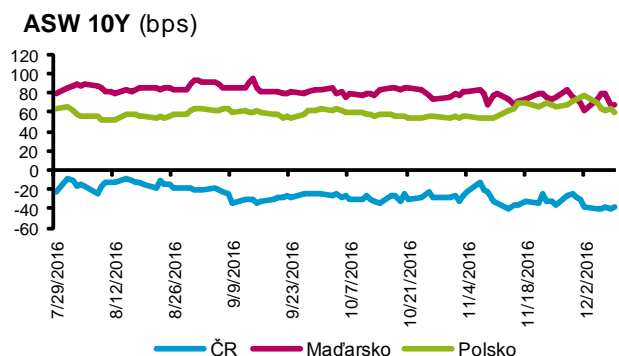
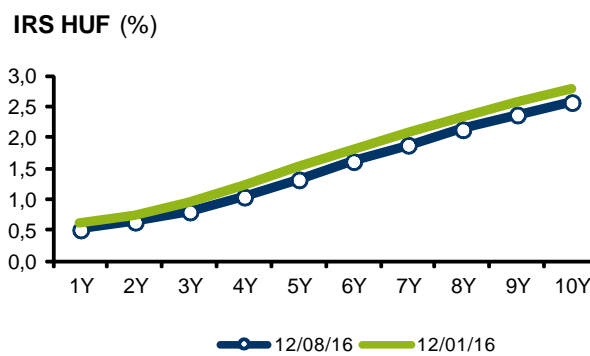
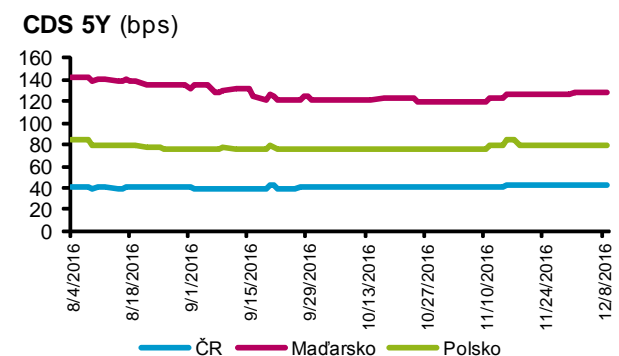
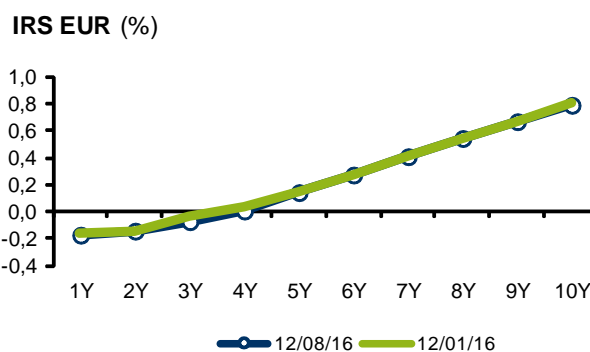
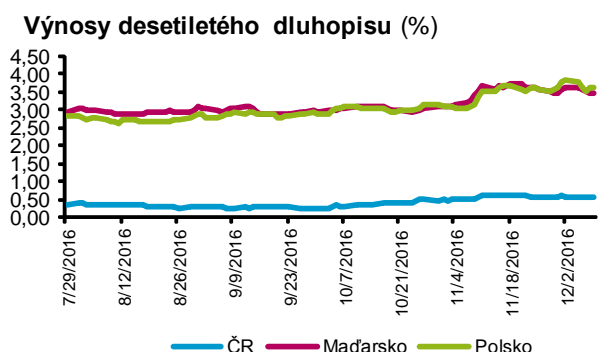
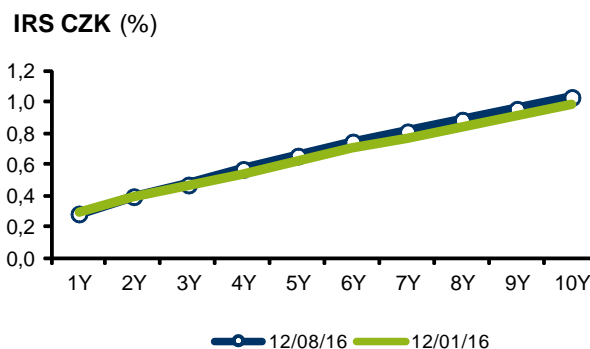
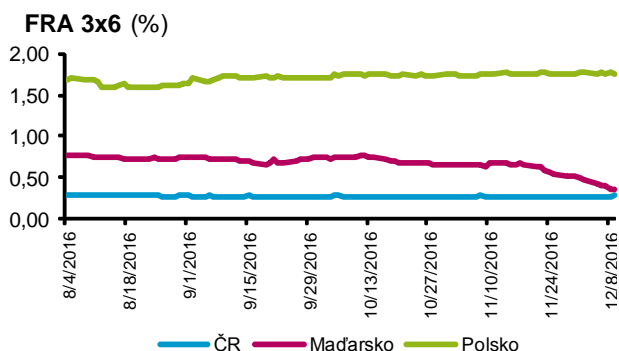
DIESEL (CZK/t)



EURHUF



Zdroj: Thomson Reuters



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

ST 10:00, CZ Běžný účet (mld. CZK)

	X.16	IX.16	X.15
Běžný účet	9,0	4,8	5,8
kumul. od ledna	92,7	83,7	32,6
Obchodní bilance	21,0	27,0	12,5
kumul. od ledna	242,5	221,5	184,3

CZ: Běžný účet v plusu

Běžný účet nejspíše skončil v říjnu v mírném přebytku, a to opět díky přebytkovému zahraničnímu obchodu a bilanci služeb. Dividendová sezóna se pomalu chýlí ke svému konci, a tak už tentokrát zřejmě příliš vnější bilanci ČR neovlivnila. Za celý letošní rok by mohl přebytek běžného účtu platební bilance skončit přebytkem odpovídajícím 1,6 % HDP, což znamená další výrazné meziroční zlepšení a současně kladné saldo třetím rokem za sebou.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
Polsko	12.12.2016	14:00	Inflace	%	11/2016 *F					0,1	0
USA	12.12.2016	20:00	Rozpočtové saldo	mld. USD	11/2016			-99,5		-44,2	
Německo	13.12.2016	8:00	Inflace	%	11/2016 *F			0,1	0,8	0,1	0,8
Německo	13.12.2016	8:00	Harmonizovaná inflace	%	11/2016 *F			0	0,7	0	0,7
Německo	13.12.2016	11:00	Index Zew (hodnocení současné situace)		12/2016			59		58,8	
Německo	13.12.2016	11:00	Index podnikatelské nálady Zew (očekávání)		12/2016			14		13,8	
Polsko	13.12.2016	14:00	Jádrová inflace	%	11/2016			0	-0,1	0,4	-0,2
USA	13.12.2016	14:30	Index dovozních cen	%	11/2016			-0,3	0,1	0,5	-0,2
Francie	14.12.2016	8:45	Harmonizovaná inflace	%	11/2016 *F			0	0,7	0	0,7
Francie	14.12.2016	8:45	Inflace	%	11/2016 *F			0,0	0,5	0	0,5
ČR	14.12.2016	10:00	Běžný účet	mld. CZK	10/2016	9		10,25		4,76	
EMU	14.12.2016	11:00	Průmyslová výroba	%	10/2016			0,2	0,9	-0,8	1,2
ČR	14.12.2016	12:00	Aukce st. dluhopisu 0,00 %, 2016-2019	mld. CZK	12/2016			5			
ČR	14.12.2016	12:00	Aukce st. dluhopisu 0,95 %, 2015-2030	mld. CZK	12/2016			3			
Polsko	14.12.2016	14:00	Peněžní zásoba M3	%	11/2016			0,7	8,5	0,7	8,7
Polsko	14.12.2016	14:00	Běžný účet	mil. EUR	10/2016			-730		-999	
Polsko	14.12.2016	14:00	Obchodní bilance	mil. EUR	10/2016			-146		-200	
USA	14.12.2016	14:30	Maloobchodní tržby - bez automobilů	%	11/2016			0,3		0,8	
USA	14.12.2016	14:30	Maloobchodní tržby - bez aut, benzínu a stav. mater	%	11/2016	0,3		0,5		0,8	
USA	14.12.2016	14:30	Výrobní ceny	%	11/2016			0,1	0,9	0	0,8
USA	14.12.2016	14:30	Jádrový index cen v průmyslu	%	11/2016			0,2	1,3	-0,2	1,2
USA	14.12.2016	15:15	Využití kapacit	%	11/2016			75,1		75,3	
USA	14.12.2016	15:15	Průmyslová výroba	%	11/2016			-0,2		0	
USA	14.12.2016	16:00	Podnikatelské zásoby	%	10/2016			-0,1		0,1	
USA	14.12.2016	20:00	Zasedání FOMC	%	12/2016	0,75		0,75		0,5	
Francie	15.12.2016	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		12/2016 *P			51,9		51,7	
Německo	15.12.2016	9:30	Index nákupních manažerů v průmyslu		12/2016 *P			54,5		54,3	
EMU	15.12.2016	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		12/2016 *P			53,7		53,7	
EMU	15.12.2016	10:00	Index nákupních manažerů v službách		12/2016 *P			53,7		53,8	
USA	15.12.2016	14:30	Běžný účet	mld. USD	3Q/2016			-111		-119,9	
USA	15.12.2016	14:30	Podnikatelská nálada ve státě N.Y.		12/2016			2,6		1,5	
USA	15.12.2016	14:30	Inflace	%	11/2016			0,2	1,7	0,4	1,6
USA	15.12.2016	14:30	Jádrová inflace	%	11/2016			0,2	2,2	0,1	2,1
USA	15.12.2016	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	12/2016					258	
USA	15.12.2016	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	12/2016					2005	
USA	15.12.2016	14:30	Podnikatelská nálada philadelph. Fedu		12/2016			9		7,6	
USA	15.12.2016	16:00	Index stavitelů rodinných domů		12/2016			63		63	
Francie	16.12.2016	8:45	Index podnik. nálady INSEE		12/2016			102		102	
ČR	16.12.2016	9:00	Výrobní ceny	%	11/2016			0,2	-1,1	0,5	-1,7
EMU	16.12.2016	11:00	Obchodní bilance	mil. EUR	10/2016			29		26,5	
EMU	16.12.2016	11:00	Inflace	%	11/2016 *F			-0,1	0,6		0,6
EMU	16.12.2016	11:00	Jádrová inflace	%	11/2016 *F				0,8		0,8
USA	16.12.2016	14:00	Mzdy	%	11/2016			1,5	3,9	1	3,6
USA	16.12.2016	14:30	Zahájení staveb nových domů		11/2016			1230		1323	
USA	16.12.2016	14:30	Udělená stavební povolení		11/2016			1243		1229	

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	0,40	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	1,01	0,50	0,53	1,00	1,08	1,15
Maďarsko	HU10Y	2,54	2,18	2,00	4,40	2,80	2,80
Polsko	PL10Y	2,99	2,22	2,33	2,50	2,50	2,70

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
Česko	EUR/CZK	27,03	27,06	27,02	27,02	27,02	27,02
Maďarsko	EUR/HUF	314	315	309	300	315	310
Polsko	EUR/PLN	4,44	4,37	4,30	4,49	4,39	4,28

HDP (meziročně, %)

	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
Česko	2,6	1,9	2,0	2,1	1,8	2,2	2,4
Maďarsko	2,6	2,2	3,0	3,6	3,2	2,8	3,3
Polsko	3,1	2,5	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	1,6	1,9	2,0	2,0	1,7
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 (%)

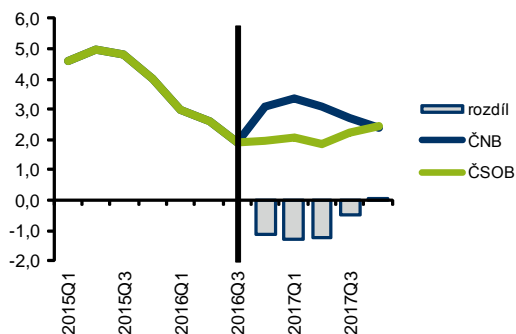
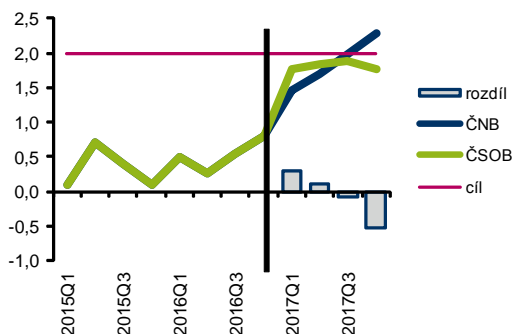
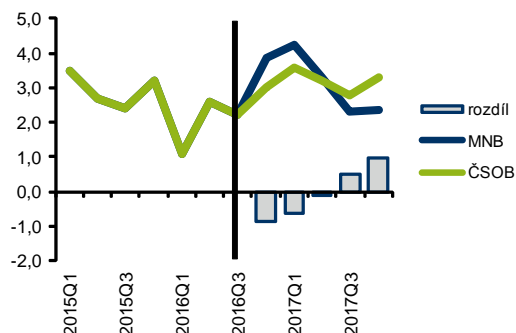
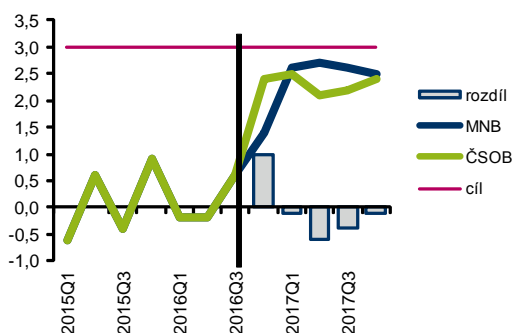
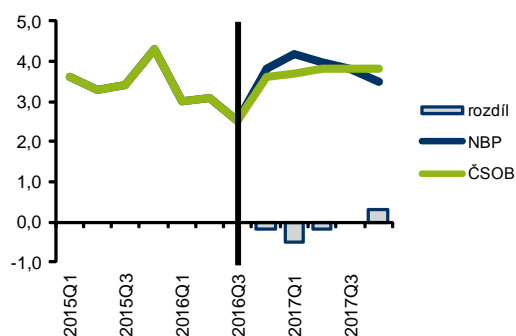
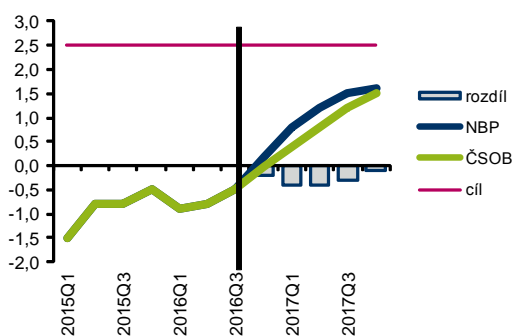
	2015	2016
Česko	0,9	1,6
Maďarsko	6,0	4,1
Polsko	-1,2	-1,5

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

	2015	2016
Česko	-0,4	-0,4
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.