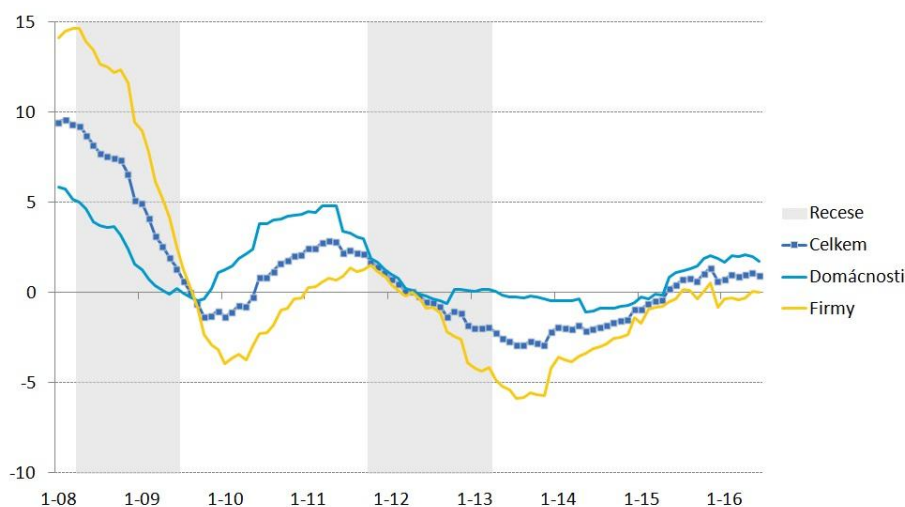




- **Německo**  
Ifo brzdí optimismus v Německu 2
- **Česká republika**  
Českou ekonomiku ovládnul optimismus 3
- **Výhled na týden**  
Zpřesnění českého HDP nezmění trend ekonomiky 6

## Vzpamatoval se úvěrový trh v eurozóně?

**Vývoj úvěrů v eurozóně**  
(meziročně, %; zdroj: ECB)



V posledních letech extrémně uvolněná politika ECB cílí především na rozjezd úvěrů firmám i domácnostem v celé eurozóně. I přes nepříliš lichotivé výsledky stress-testů se zdá, že se tento cíl začíná naplňovat a úvěry za celou eurozónu postupně rostou. Na první pohled tedy měnová politika konečně funguje, jak to vyplývá z agregovaných dat. Když se ovšem podíváme na vývoj v jednotlivých zemích, rozhodně není až tak pozitivní. Úvěry ještě pořád klesají v téměř polovině zemí měnové unie a samozřejmě nejen na předlužených periferiích. Vzhledem k tradičně vysoké závislosti evropských ekonomik na bankovních úvěrech nevyznívá tento trend až tak lichotivě. Navíc znamená, že proces „odpákování“ (deleveraging) ještě neskončil.

## Ifo brzdí optimismus v Německu

Petr Dufek

**Srpnový index Ifo nepřijemně překvapil. Zvláště po velmi slibných PMI.**

**Možná ECB dostala další argument, proč přemýšlet o delším tisku nových eur.**

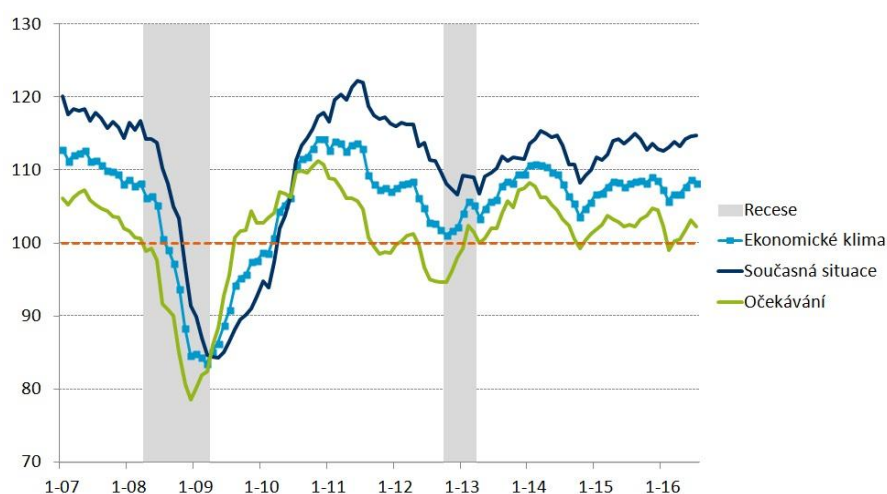
Obavy z brexitu sice pominuly, avšak nálada se v německých firmách stejně nezlepšila. Až překvapivě špatně dopadl německý index Ifo za srpen. Předchozí PMI sice navozovaly pocit, že se firmy dívají na budoucnost optimisticky, dnešní čísla to však veskrze popírají. Nejenom že Ifo nenaplnil očekávání trhu, ale docela slušně poklesl. A to ať jde o celkový index, hodnocení současnosti nebo dokonce očekávání v dalších měsících. Nálada se tak vrátila na úroveň, kde byla naposledy letos v březnu. Zhoršení jde přitom především na vrub firmám v odvětví služeb – tedy velkoobchod a maloobchod. Pesimistické vyhlídky ovšem hlásí i firmy v průmyslu, a tak jediným, kdo se do budoucna dívá s optimismem, jsou stavební podniky. Asi nejmrzutější jsou zprávy o slabých zakázkách průmyslových firem, které si přímo protřečují s nedávno zveřejněnými daty PMI.

V každém případě se dá říct, že obrázek teď už i německé ekonomiky je docela nejednoznačný. Dobrá a špatná čísla chodí jak na střídačku, a tak rozhodně asi nelze počítat s akcelerací německého ekonomického růstu. Zdá se, že si Německo bude muset pro letošní rok vystačit s růstem okolo 1,5 %, což tedy na druhou stranu při téměř plné zaměstnanosti není zas až tak nepříznivý výsledek, chceme-li na každém špatném čísle najít alespoň něco málo pozitivního (a naopak).

Takže pokud bychom chtěli do seznamu argumentů pro prodloužení politiky extrémního QE přidat další řádek, máme ho dnes po ruce. A rovnou k němu lze připsat i ranní výsledky podnikatelské nálady ve Francii. Pro euro tedy Ifo a dnešní francouzská měkká data nejsou žádnou vzpruhou, protože pouze utvrzují zastánce masivního tisku eur a záporných sazeb ve správnosti nastolené cesty, a navíc i k jejímu dalšímu pokračování. A o to větší pozornost si zaslouží každé nové číslo před podzimním zasedáním ECB, která by při této příležitosti mohla osvětlit své další „tiskařské“ záměry. Trhy si nicméně přebraly negativní výsledek Ifo po svém a euro výrazně vůči USD posílilo a posunulo se k hranici 1,13.

### Index podnikatelské nálady Ifo

(zdroj: Ifo)



## Českou ekonomiku ovládnul optimismus

Petr Dufek

**Firmy odsunuly obavy z brexitu na vedlejší kolej.**

Po včerejších vcelku pozitivních evropských PMI přichází na řadu první srpnový průzkum nálad v české ekonomice. A jak se zdá, vlna optimismu opět nabírá na síle s tím, jak se poměrně dobře vede ekonomice a jak vnější rizika ztrácejí na síle. Můžeme jen spekulovat, zda se už firmy méně bojí potenciálních důsledků brexitu nebo se více těší ze zakázek a levnějších energií. Asi ode všeho trochu. Lepší nálada opět panuje v průmyslu. Nakonec to koresponduje s dosavadními výsledky průmyslové výroby a se statistikou nových zakázek naznačujících, že obrat doposud pozitivního trendu, který ukazovaly minulé PMI, se nekoná. Firmy nejenom hodnotí příznivě svoji stávající situaci, avšak navíc se optimisticky dívají i do dalších měsíců.

**Jestli se stavebnictví blýská na lepší časy, je stále otázkou.**

Lehký obrat nálad je vidět i ve stavebnictví, kde se po loňském bohu dostavila „kocovina“. Propad poptávky poté, co se vyčerpaly dříve ladem ležící peníze z EU, táhl dolů nejen výrobu, ale vyvolal i silně negativní nálady. Aktuálně se situace přece jen mírně zlepšila, i když zatím jde jen o velmi malou změnu. Nicméně tvrdá data příliš o obratu stavební výroby zatím nenapovídají. Prozatím lze jen počítat se stabilizací s tím, že se jen stěží ve druhé polovině roku podaří vykompenzovat téměř desetiprocentní propad dosažený v první půlce roku. Příliš na tom nezmění ani silně rostoucí poptávka po nových bytech a rodinných domech, která spíše než k nové výstavbě vede ke zvyšování cen nemovitostí.

**Dobrá nálada je skoro zárukou slušného výkonu ekonomiky ve třetím čtvrtletí.**

Pozitivně se do budoucnosti dívají firmy v odvětví obchodu. Nakonec proč by ne, když poptávka spotřebitelů po téměř čemkoli je v podstatě rekordní a nejde přitom jen o auta a elektroniku. Navíc pozitivní nálada panuje i mezi spotřebiteli. Strach z případného zhoršení ekonomické situace klesá, stejně jako obavy z nezaměstnanosti nebo z inflace. Nakonec nezaměstnanost stále klesá a volných pracovních pozic je skoro více než dost, i když na druhou stranu finanční atraktivitou často neoplývají. Optimismus mezi spotřebiteli potvrzuje předpoklady o silné poptávce domácností, která letos táhne českou ekonomiku vzhůru, zatímco investiční aktivita polevuje.

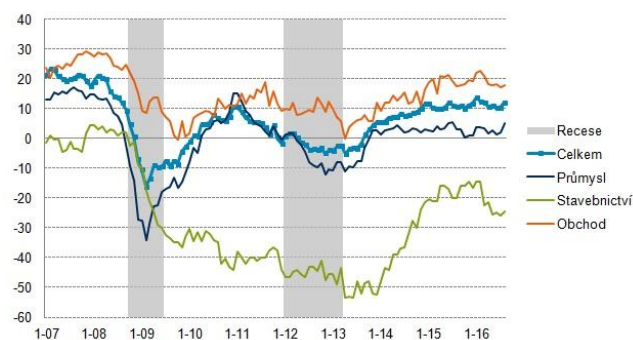
Nejnovější průzkum nálad mezi firmami i domácnostmi vyznívá veskrze pozitivně. Naznačuje, že se české ekonomice nejspíše vede velmi dobře i ve třetím čtvrtletí, i když meziroční tempa růstu nemusejí být až tak obdivuhodná. Přece jen se zde srovnáváme se silným loňským základem, který vrací ekonomiku k růstu začínajícímu dvojkou. Ani to však není s ohledem na vývoj v západní Evropě vůbec špatný výsledek. Zvláště když vede k rychlému poklesu nezaměstnanosti a vedle toho citelně podporuje i zvyšování mezd. A to vše za cenu téměř nulové inflace.

**Nálada v české ekonomice**

(Zdroj: ČSÚ, Ifo)

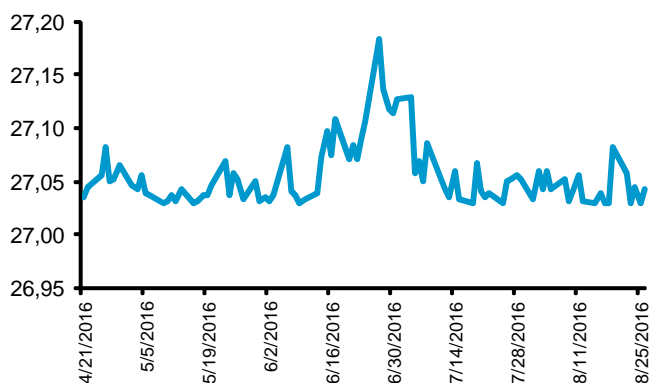


**Nálada v podnikatelském sektoru**

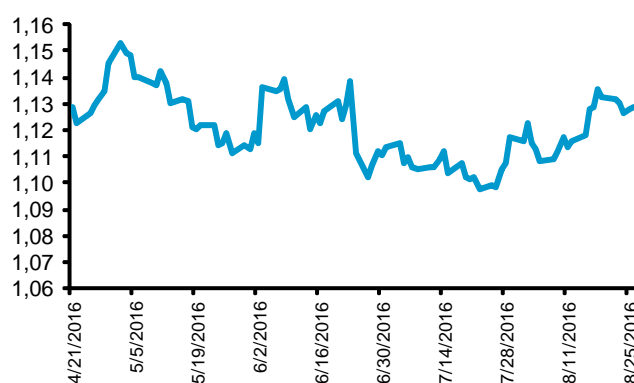


## Přehled trhů

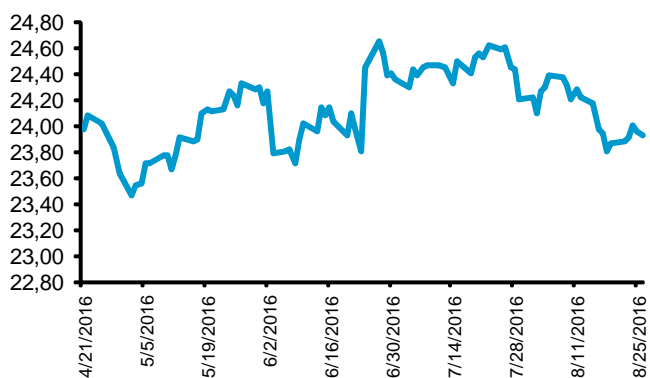
**EURCZK**



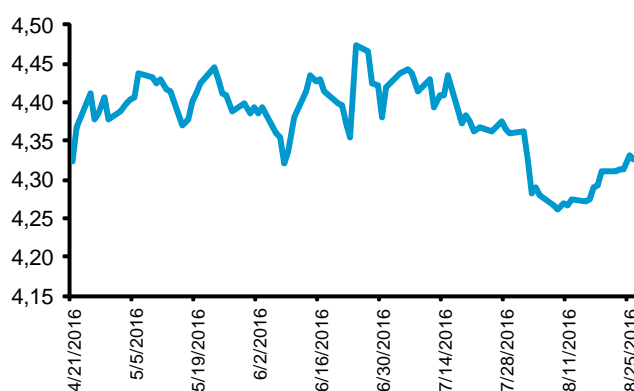
**EURUSD**



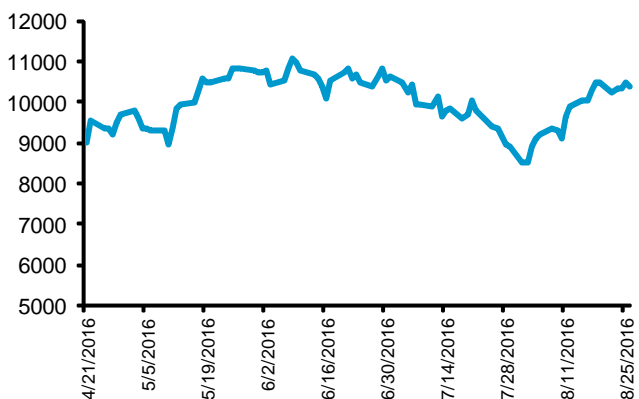
**USDCZK**



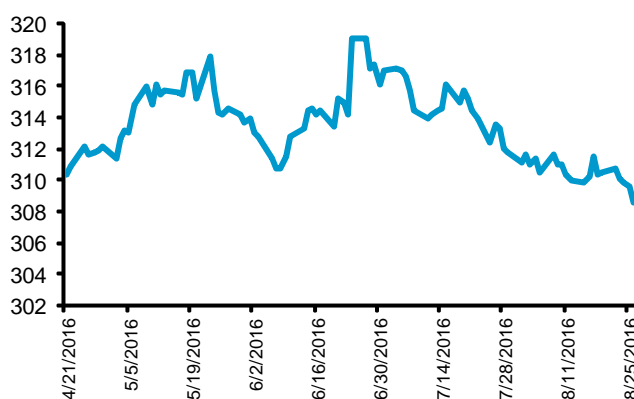
**EURPLN**



**DIESEL (CZK/t)**

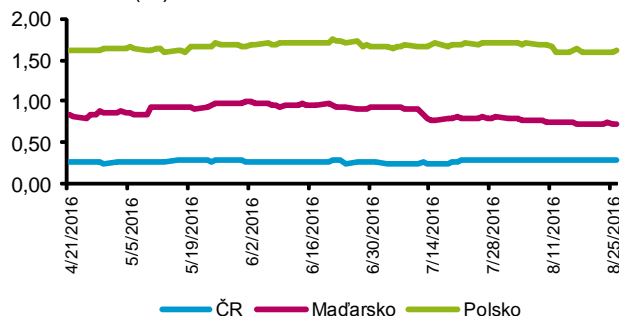


**EURHUF**

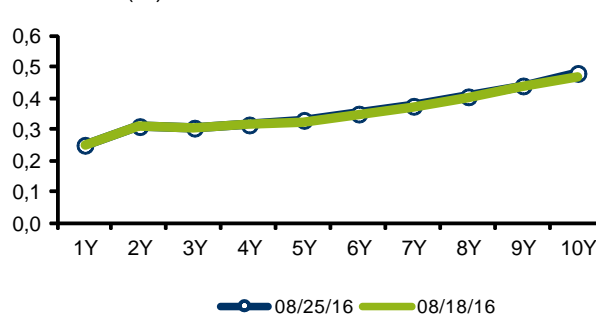


Zdroj: Thomson Reuters

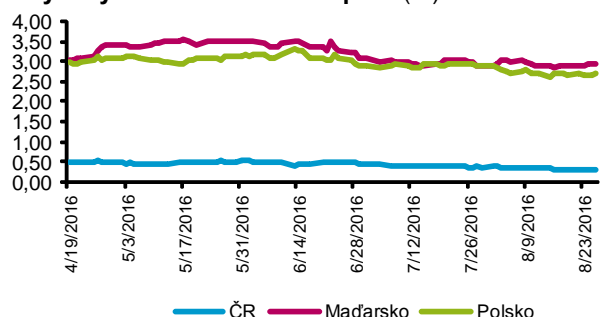
**FRA 3x6 (%)**



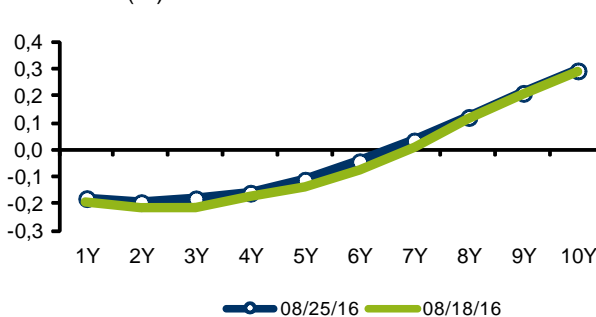
**IRS CZK (%)**



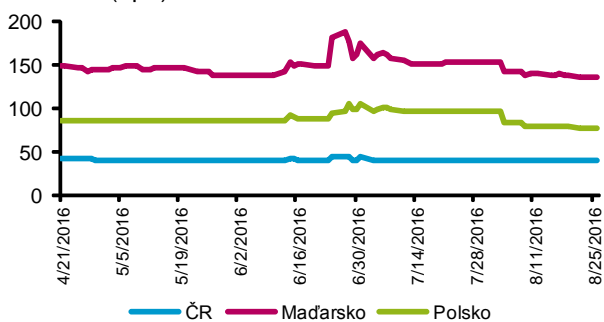
**Výnosy desetiletého dluhopisu (%)**



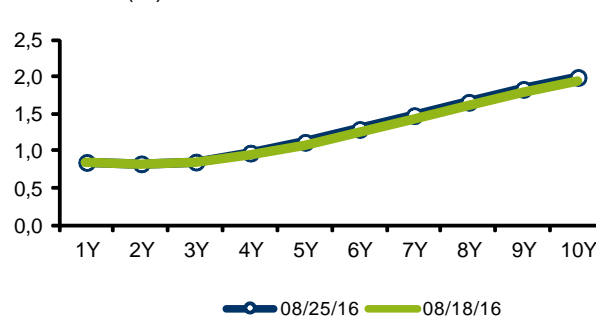
**IRS EUR (%)**



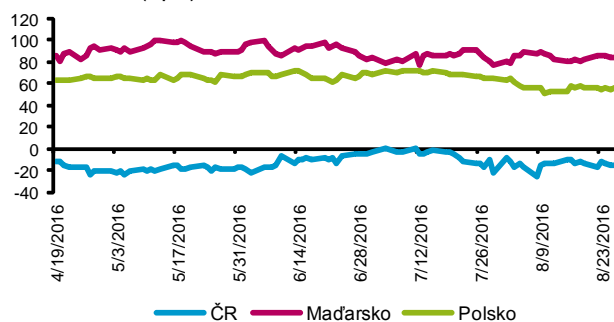
**CDS 5Y (bps)**



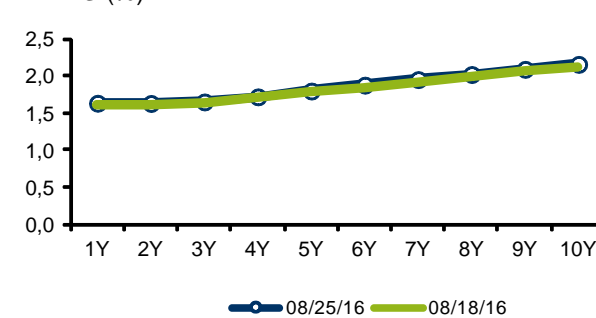
**IRS HUF (%)**



**ASW 10Y (bps)**



**PL IRS (%)**



Zdroj: Thomson Reuters

## Klíčové očekávané události

---

### **CZ: Zpřesnění HDP nezmění trend ekonomiky**

Po bleskovém odhadu HDP za druhý kvartál letošního roku by měly přijít na řadu podrobnější informace o vývoji nabídkové a poptávkové strany ekonomiky. Potvrdit by se mělo očekávání, že poptávku táhne vzhůru spotřeba domácností, zatímco investice po loňském boomu procházejí útlumem. Pozitivní příspěvek lze očekávat od zahraničního obchodu. Nabídkové straně i nadále nejspíše vévodil zpracovatelský průmysl (zejména automobilky), zatímco všechna odvětví služeb zřejmě zůstává jen v závěsu. Odhad celoročního růstu HDP ponecháváme beze změny na úrovni 2,5 %.

## Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
USA	29.08.2016	14:30	Osobní příjmy	%	07/2016			0,4		0,2	
USA	29.08.2016	14:30	Osobní výdaje	%	07/2016			0,3		0,4	
USA	29.08.2016	14:30	Deflátor osobní spotřeby	%	07/2016			0	0,8	0,1	0,9
USA	29.08.2016	14:30	Jádrový deflátor osobní spotřeby	%	07/2016			0,1	1,5	0,1	1,6
Maďarsko	30.08.2016	9:00	Míra nezaměstnanosti	%	07/2016			5		5,1	
EMU	30.08.2016	11:00	Index ekonomické důvěry		08/2016			104,2		104,6	
Německo	30.08.2016	14:00	Inflace	%	08/2016 *P			0,1	0,5	0,3	0,4
Německo	30.08.2016	14:00	Harmonizovaná inflace	%	08/2016 *P			0	0,4	0,4	0,4
USA	30.08.2016	15:00	S&P/CS Index cen nemovitostí	%	06/2016			5,1		5,24	
USA	30.08.2016	16:00	Spotřebitelská důvěra		08/2016			97,0		97,3	
Francie	31.08.2016	8:45	Inflace	%	08/2016 *P			0,4	0	-0,4	0,2
Maďarsko	31.08.2016	9:00	Výrobní ceny	%	07/2016					0,9	-2,6
Německo	31.08.2016	9:55	Míra nezaměstnanosti	%	08/2016			6,1		6,1	
ČR	31.08.2016	10:00	Peněžní zásoba M2	%	07/2016						9,5
EMU	31.08.2016	11:00	Míra nezaměstnanosti	%	07/2016			10		10,1	
EMU	31.08.2016	11:00	Inflace	%	08/2016 *P				0,3		0,2
EMU	31.08.2016	11:00	Jádrová inflace	%	08/2016 *P				0,9		0,9
USA	31.08.2016	14:15	ADP report z trhu práce	tis.,nsa	08/2016			173		179	
USA	31.08.2016	15:45	Index nákupních manažerů z Chicaga		08/2016			54		55,8	
USA	31.08.2016	16:00	Kontrakty na prodej domů	%	07/2016			0,8	2,2	0,2	0,3
Maďarsko	01.09.2016	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		08/2016					53,9	
Polsko	01.09.2016	9:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		08/2016					50,3	
ČR	01.09.2016	9:30	Index nákupních manažerů v průmyslu		08/2016					49,3	
Francie	01.09.2016	9:50	Index nákupních manažerů v průmyslu		08/2016 *F			48,5		48,5	
Německo	01.09.2016	9:55	Index nákupních manažerů v průmyslu		08/2016 *F			53,6		53,6	
EMU	01.09.2016	10:00	Index nákupních manažerů v průmyslu		08/2016 *F			51,8		51,8	
Polsko	01.09.2016	14:00	Inflace	%	08/2016 *P					-0,3	-0,9
USA	01.09.2016	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	08/2016					261	
USA	01.09.2016	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	08/2016					2145	
USA	01.09.2016	16:00	Index nákupních manažerů v průmyslu ISM		08/2016	52,8		52		52,6	
USA	01.09.2016	16:00	Cenový subindex ISM		08/2016			54,5		55	
USA	01.09.2016	16:00	Stavební výdaje	%	07/2016			0,6		-0,6	
USA	01.09.2016	23:00	Prodej domácích automobilů	mil. USD	08/2016			13,5		13,77	
USA	01.09.2016	23:00	Celkový prodej automobilů	mil. USD	08/2016			17,25		17,77	
Německo	02.09.2016	8:00	Malobchodní tržby	%	07/2016					-0,1	2,7
ČR	02.09.2016	9:00	HDP	%	2Q/2016 *P		2,5			0,9	2,5
EMU	02.09.2016	11:00	Výrobní ceny	%	07/2016			0,1	-2,9	0,7	-3,1
USA	02.09.2016	14:30	Obchodní bilance	mln. USD	07/2016			-43		-44,5	
USA	02.09.2016	14:30	Přírůstek pracovních sil - bez zemědělství	tis.,nsa	08/2016	187		180		255	
USA	02.09.2016	14:30	Přírůstek pracovních sil - v soukromém sektoru	tis.,nsa	08/2016	185		178		217	
USA	02.09.2016	14:30	Míra nezaměstnanosti	%	08/2016			4,8		4,9	
USA	02.09.2016	14:30	Průměrná hodinová mzda	%	08/2016			0,2	2,5	0,3	2,6
USA	02.09.2016	16:00	Tovární zakázky	%	07/2016			1,9		-1,5	
USA	02.09.2016	16:00	Zakázky na zboží dlouhodobé spotřeby	%	07/2016 *F					4,4	
USA	02.09.2016	16:00	Zakázky na zboží dl. spotř. bez dopr. prostřed.	%	07/2016 *F					1,5	

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	2,75	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	0,29	0,28	0,28	0,28
Maďarsko	BUBOR 3M	0,88	1,01	2,90	3,10	0,90	0,90
Polsko	WIBOR 3M	1,71	1,71	1,65	1,65	1,70	1,70

### Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
Česko	CZ10Y	0,48	0,50	0,50	0,60	0,73	0,85
Maďarsko	HU10Y	1,98	2,18	4,20	4,40	2,80	2,80
Polsko	PL10Y	2,15	2,22	2,40	2,50	2,50	2,70

### Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
Česko	EUR/CZK	27,02	27,06	27,15	27,10	27,05	26,70
Maďarsko	EUR/HUF	309	315	305	300	315	310
Polsko	EUR/PLN	4,32	4,37	4,41	4,34	4,30	4,28

### HDP (meziročně, %)

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

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

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

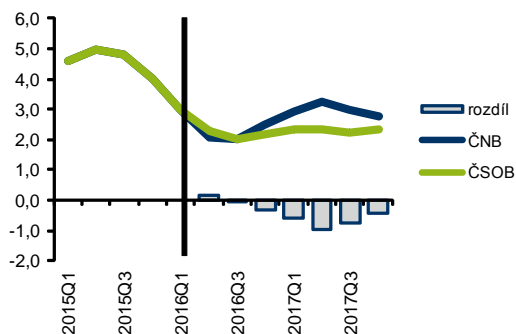
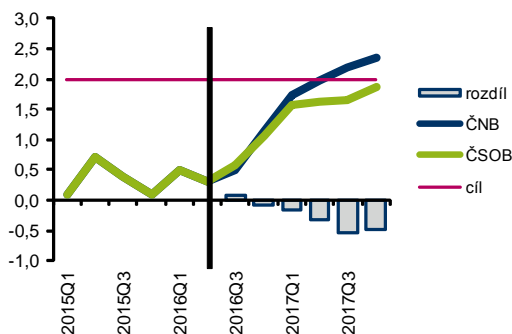
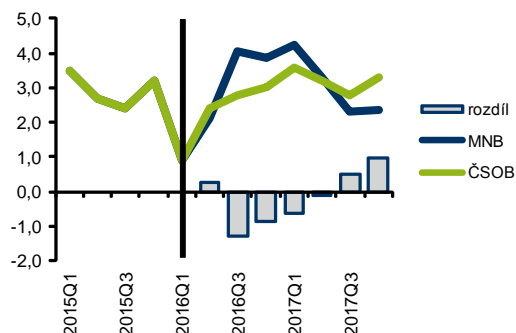
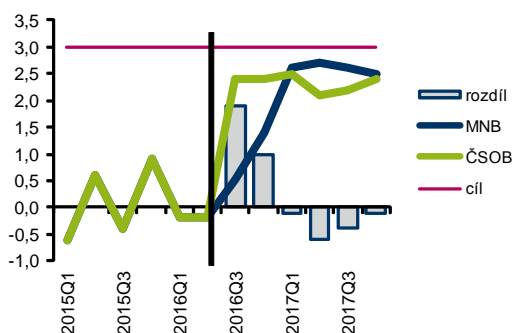
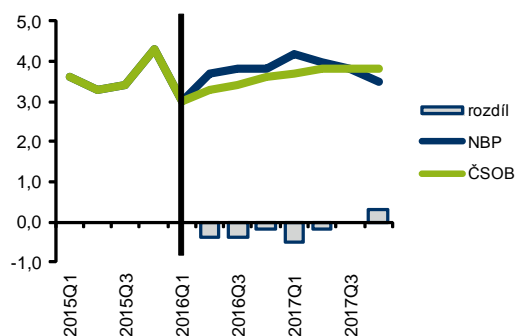
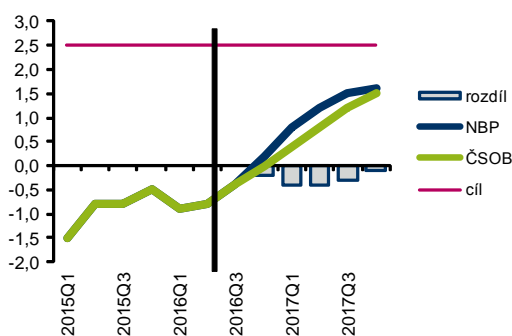
### Podíl bilance veřejných financí na HDP (ESA 95, %)

	2015	2016
Česko	-0,4	-0,8
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.