



## ● Česká republika

ČNB v akci

2

Česká auto rallye znovu nabírá na obrátkách

3

## ● Výhled na týden

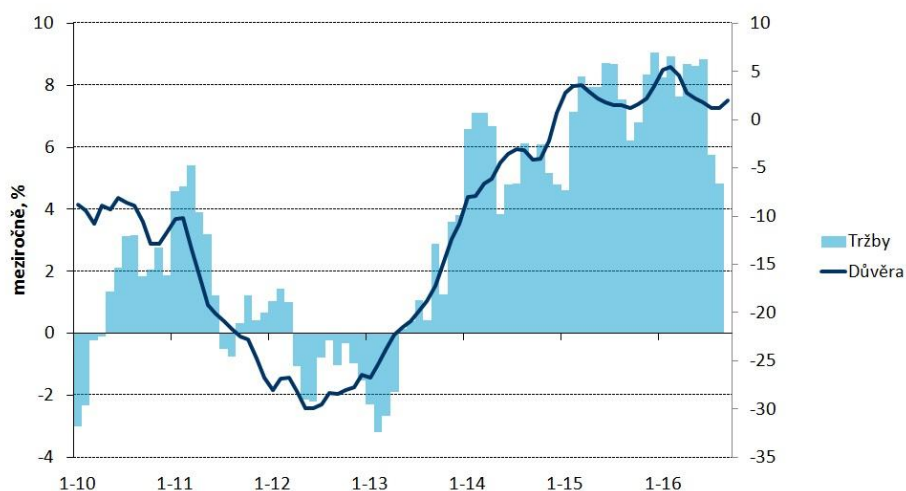
Inflace zřejmě ČNB příjemně potěší

6

## Z klasických obchodů na internet

### Maloobchodní tržby & spotřebitelská důvěra

(3m průměr; zdroj: ČSÚ)



I srpen potvrdil, že spotřebitelský apetit nakupovat je letos silný a po krátké červencové přestávce, kterou ovlivnil nižší počet pracovních dnů, se spotřebitelé opět vrátili do obchodů. Bez očištění tentokrát vzrostly maloobchodní tržby o 8 %, po zohlednění rozdílného počtu pracovních dnů o 5,6 %.

Pro spotřebitele příznivý, pro centrální banku už méně je fakt, že ani silný růst poptávky v maloobchodě zatím nevyvolává, mj. díky internetové "revoluci" žádné viditelné inflační tlaky.

V dalších měsících bychom se měli dočkat podobných výsledků maloobchodu, a tak právě obchod bude letos zřejmě jedním z nejrychleji rostoucích odvětví české ekonomiky.

## ČNB v akci

Petr Dufek

### **Aktivita centrální banky v srpnu výrazně zesílila.**

Po několika vcelku nudných měsících, kdy se ČNB nemusela až tak snažit udržet korunu nad intervenční hranicí, se v srpnu situace po čase znovu obrátila. Tentokrát musela centrální banka na trhu nakoupit více než jednu miliardu eur, takže se rozsahem svých intervencí přiblížila situaci z přelomu roku, čímž znovu zvýšila objem svých devizových rezerv na srpnových 70,6 mld. EUR. Kromě miliardy eur z trhu ještě ČNB nakoupila další skoro půl miliardy od státu, který eura získaná v EU vyměňuje za koruny v ČNB jako ve směnárně.

### **Devizové rezervy naznačují silné intervence i v září.**

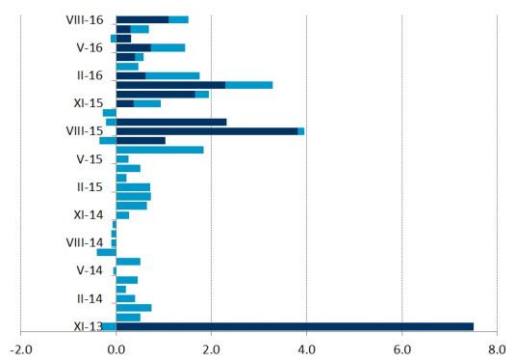
A jak se zdá, ČNB se nenudila ani v září. I když rozsah zářijových devizových intervencí se dozvíme až za měsíc, devizové rezervy leccos napovídají už nyní. Zvýšily se totiž v posledním měsíci o 2,8 mld. EUR na nový historický rekord 73,4 mld. a je přitom pravděpodobné, že část z tohoto navýšení jde na vrub intervencím. Nakonec to, že koruna je až obdivuhodně přikovaná k intervenční hranici a jen minimálně a krátkodobě se od ní odpoutává, znamená, že centrální banka musí konat..., tedy když už se sama z vlastní vůle rozhodla v listopadu 2013 řídit devizový kurz.

Za nutností intervenovat vidíme dva základní důvody. Tím prvním je fakt, že česká ekonomika je díky zahraničnímu obchodu natolik silná, že dokáže hladce pokrýt dividendové i úrokové náklady placené do zahraničí a ještě jí pár miliard zůstane. Tyto peníze si pak firmy chtějí vyměnit za koruny, čímž by za normálních okolností českou měnu posílily. Druhým důvodem může být atraktivita koruny pro zahraniční spekulanty. Čím blíže budeme konci kurzového režimu, tím více se budou snažit situace využít a zkusí „se podílet“ na očekávaném posílení kurzu po exitu. A nejspíš to nebudou jen tak „malé“ částky, jako vidíme doposud.

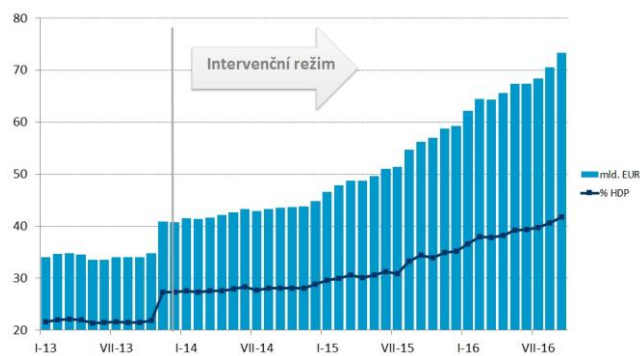
### **ČNB hrozí zápornými sazbami.**

Možná právě sem směřuje i zdůraznění možnosti zavedení záporných úrokových sazeb, které se objevilo v zápisu z minulého jednání bankovní rady. Hovoří se v něm, že „není možné vyloučit zavedení záporných měnově-politických sazeb jako nástroje na podporu kurzového závazku či hladkého průběhu opuštění závazku“. Zvláště první část věty je zajímavá nejen proto, že ČNB se doposud stavěla docela jasně proti experimentování s negativními sazbami, když navíc na trhu již jsou. Předpokládáme, že symbolický pokles oficiálních sazeb v tomto směru s korunou nejspíše nijak nepohne, zatímco případné důsledky do ekonomiky by mohly být dost těžko odhadnutelné. Nakonec ČNB bude muset stejně čelit faktu, že provést exit bude mnohem náročnější (i s ohledem na nutnost intervenovat) ve srovnání s jeho „hladkým“ zavedením.

**Devizové operace ČNB**  
(mld. EUR; Zdroj: ČNB)



**Devizové rezervy ČNB**  
(Zdroj: ČNB, vlastní výpočty)



## Česká auto rallye znovu nabírá na obrátkách

Petr Dufek

**Srpnové výsledky mažou pochybnosti o stavu českého průmyslu.**

Po mizerném červenci, který možná u leckoho vzbudil pochyby o vlivu posunutých dovolených, už srpnová data z průmyslu jasně ukazují, že se nic nemění. Po odpočinku v automobilkách průmysl opět jede téměř na plné obrátky. Meziročně se tam výroba v srpnu zvýšila o 13,1 % a v automobilkách dokonce o více než polovinu (53,1 %). Po zohlednění o dva dny vyššího počtu pracovních dnů je přírůstek výroby největšího tuzemského odvětví stále imponující +7,7 %.

A nejsou to pouze čísla za srpnovou výrobu, která potěší, ale i plní se zakázkové knihy, které nám dělají radost a slibují, že i další měsíce budou pro průmysl velmi dobré. Zakázky aktuálně rostou o 18,7 % a jen v případě automobilek dokonce o skoro 40 %. Stále se ukazuje, že rostoucí evropský trh s auty má zájem o tuzemská auta, jejichž atraktivitu navíc zvyšují i rychlé inovace a nové modely. Průmysl se v srpnu opět ujal role motoru české ekonomiky, který nejenže mažer červencový dovolenkový propad, ale i nadále táhne ekonomiku nahoru. Předpokládám proto, že solidního růstu tohoto odvětví se dočkáme i v podzimních měsících a že česká ekonomika si díky tomu udrží růst nad hranici dvou procent.

**Export jde ruku v ruce s průmyslovou výrobou.**

U výsledků srpnového zahraničního obchodu lze použít v podstatě všechny argumenty, které platí i pro průmysl. Přesun dovolených v automobilkách ze srpna na červenec, vyšší počet pracovních dnů v srpnu a především úspěšnost tuzemských automobilek na evropském trhu. To jsou hlavní fakta, která stojí za zvýšením přebytku obchodu tentokrát na 13,8 mld. korun (loni -1,7 mld.). Vývoz se aktuálně zvýšil o 16 %, zatímco dovoz jej následoval s opravdu velkým odstupem (+ necelých deset procent). Za prvních osm měsíců se přebytek zahraničního obchodu dostává na více než 146 mld. korun, což znamená meziroční zlepšení o 55 mld. Samozřejmě něco z tohoto zvýšení jde na vrub nižším cenám komodit, avšak dominantní vliv má především úspěšný exportně orientovaný průmysl. Za celý rok 2016 by se přebytek zahraničního obchodu měl dostat na nové maximum, které bude tentokrát přibližovat 200 mld. korun, zatímco loni to bylo „jen“ 131 mld. korun. Za normálních okolností by tato čísla velmi potěšila korunu, avšak vzhledem ke kurzovému režimu je naše měna vůči dobrým číslům z ekonomiky imunní.

**Průmyslová výroba**  
(3m průměr, %; zdroj: ČSÚ)

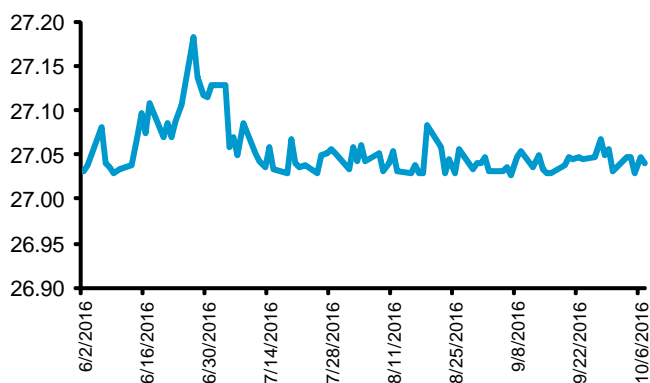


**Zahraníční obchod**  
(zdroj: ČSÚ)

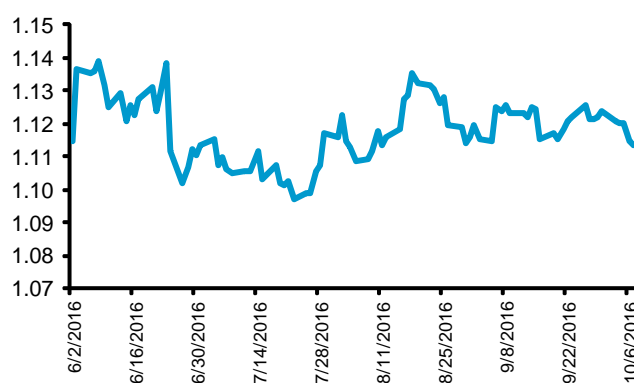


## Přehled trhů

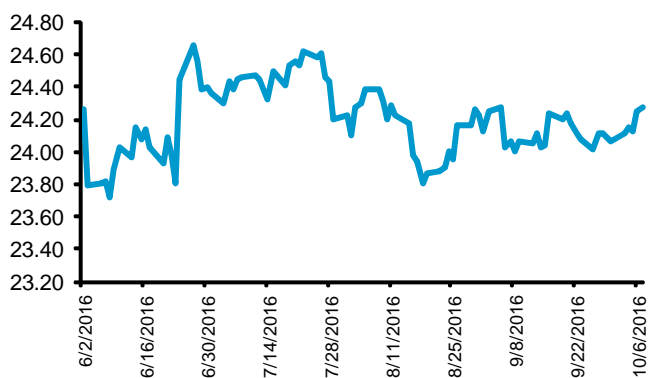
**EURCZK**



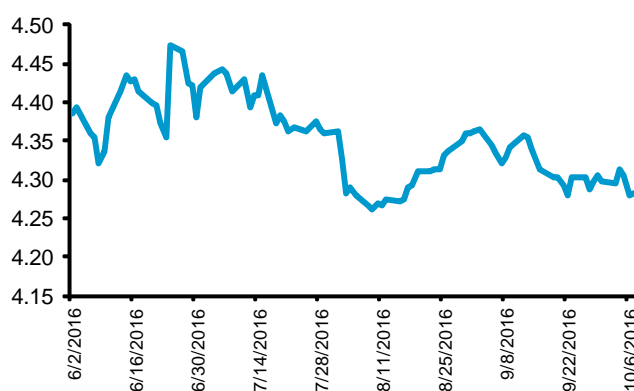
**EURUSD**



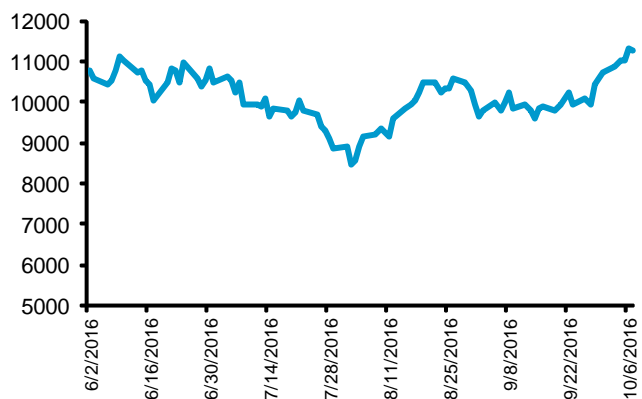
**USDCZK**



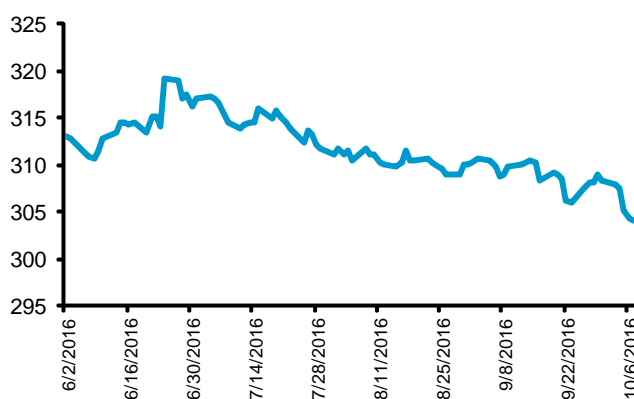
**EURPLN**



**DIESEL (CZK/t)**

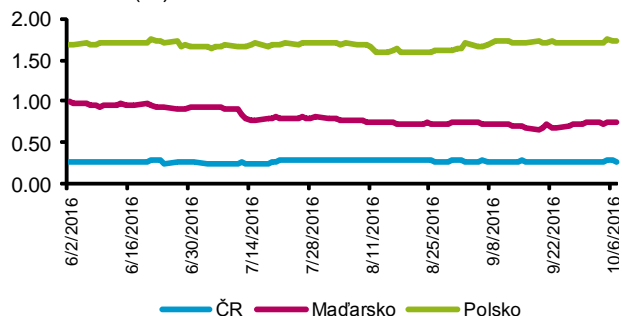


**EURHUF**

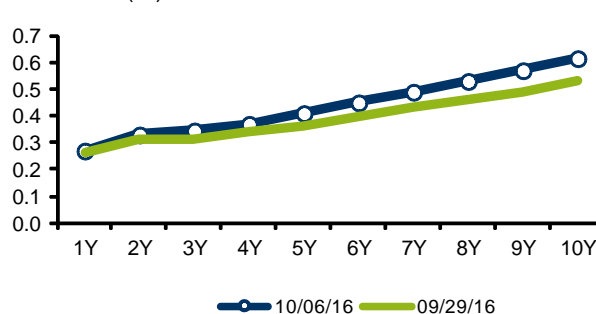


Zdroj: Thomson Reuters

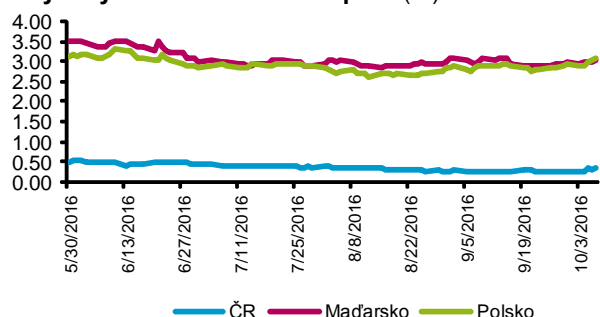
**FRA 3x6 (%)**



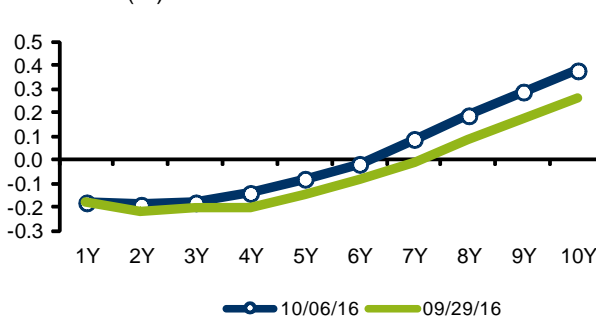
**IRS CZK (%)**



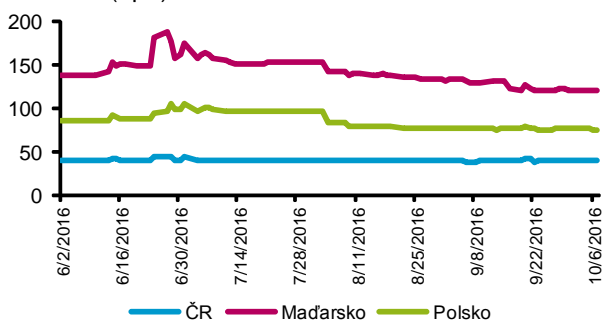
**Výnosy desetiletého dluhopisu (%)**



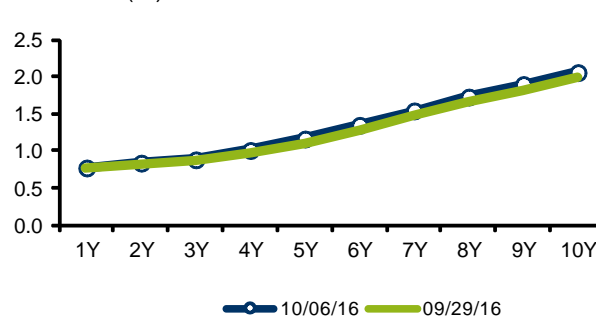
**IRS EUR (%)**



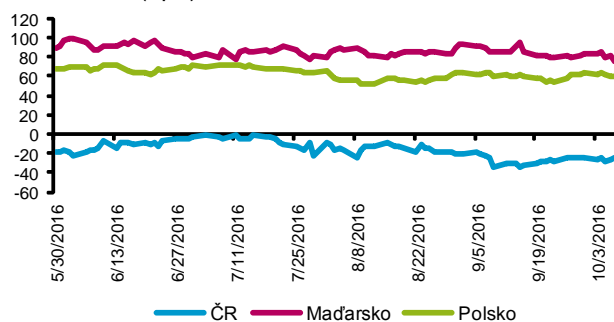
**CDS 5Y (bps)**



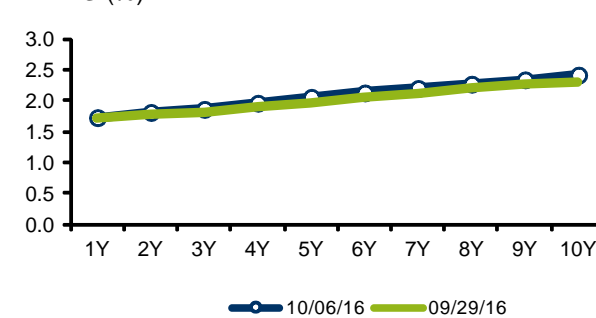
**IRS HUF (%)**



**ASW 10Y (bps)**



**PL IRS (%)**



Zdroj: Thomson Reuters

## Klíčové očekávané události

### PO 9:00, CZ Inlace (%)

	IX.16	VIII.16	IX.15
Inlace m/m	-0,1	-0,2	-0,2
Inlace y/y	0,6	0,6	0,4
Měnově politická inlace y/y	0,4	0,4	0,3

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

	IX.16	VIII.16	IX.15
Míra	5,2	5,4	6,2
Volná místa (tis.)	140	139	109

### PÁ 10:00, CZ Běžný účet (mld. CZK)

	VIII.16	VII.16	VIII.15
Běžný účet	6,0	-30,1	-4,5
kumul. od ledna	85,6	79,6	29,8
Obchodní bilance	20,0	3,5	2,0
kumul. od ledna	195,5	175,5	147,1

## CZ: Krátkodobá stabilizace inflace

Meziroční inflace cílovaná centrální bankou setrvala v září na úrovni 0,6 %, což znamená, že se dostane lehce nad prognózu ČNB. Nové číslo by tak mělo být z pohledu centrální banky velmi příjemným, i když její politiku nejspíše přímo nijak neovlivní. V meziměsíčním srovnání spotřebitelské ceny pravděpodobně mírně poklesly, a to především zásluhou sezónních slev u dovolených. Z pohledu inflace větší část tohoto zlevnění vykompenzovaly dražší potraviny, pohonné hmoty a zejména pak nástup nových kolekcí obuvi a oblečení do obchodů. Po zářijové stabilizaci by podle našeho názoru měla začít inflace znovu růst a v závěru roku již atakovat hranici 1 %. K cíli ČNB se však přiblíží teprve až ve druhé polovině příštího roku.

## CZ: Nezaměstnanost stále na ústupu

Nezaměstnanost v září nejspíše znovu poklesla, tentokrát na 5,2 %. Bude tak nejnižší (v daném měsíci) za posledních osm let. Důvodem současného poklesu míry nezaměstnanosti zůstává solidní ekonomický růst vedoucí k rychlé tvorbě nových pracovních míst a zapomenout (u samotného zářijového výsledku) nemůžeme ani na sezónní efekt absolventů. S růstem nezaměstnanosti počítáme až v závěru roku, kdy budou končit úvazky na dobu určitou a nezaměstnanost dosáhne přibližně 5,6 %.

## CZ: Běžný účet v černých číslech

I když je velmi těžké měsíční výsledky běžného účtu odhadnout, z důvodu nevyzpytatelnosti načasování odlivu dividend, předpokládáme, že tentokrát se běžný účet vrátil opět do plusu. Důvodem je silný přebytek zahraničního obchodu se zbožím a službami, který velmi pravděpodobně v srpnu vykompenzoval i odliv dividend. Přebytek běžného účtu v kumulativním vyjádření dosáhne, podle našeho názoru zhruba 1,5 % HDP. Potvrdí se tak, že ekonomika má dostatečnou kapacitu pokrývat odliv dividend a úroků ze zahraničního kapitálu a ještě vytvořit přebytek, který by za jiných okolností vedl k posílení koruny.

## Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
USA	10.10.2016	0:00	Trhy jsou zavřeny		10/2016						
Německo	10.10.2016	8:00	Obchodní bilance	mld. EUR	08/2016			19,3		19,5	
Německo	10.10.2016	8:00	Běžný účet	mld. EUR	08/2016			14,3		18,6	
ČR	10.10.2016	9:00	Míra nezaměstnanosti 15-64	%	09/2016	5,2		5,2		5,3	
ČR	10.10.2016	9:00	Inflace	%	09/2016	-0,1	0,6	-0,2	0,6	-0,2	0,6
Maďarsko	10.10.2016	11:00	Rozpočtové saldo	mld. HUF	09/2016					-274	
Maďarsko	11.10.2016	9:00	Inflace	%	09/2016			0,2	0,7	-0,4	-0,1
Německo	11.10.2016	11:00	Index Zew (hodnocení současné situace)		10/2016			55,4		55,1	
Německo	11.10.2016	11:00	Index podnikatelské nálady Zew (očekávání)		10/2016			3,5		0,5	
Polsko	11.10.2016	14:00	Inflace	%	09/2016 *F					0	-0,5
USA	11.10.2016	18:00	Projev Mersche v New Yorku	ECB	10/2016						
USA	11.10.2016	22:00	Kvartální zisk Alcoa	USD	3Q/2016						
Francie	12.10.2016	8:45	Harmonizovaná inflace	%	09/2016 *F			-0,2	0,5	-0,2	0,5
Francie	12.10.2016	8:45	Inflace	%	09/2016 *F			-0,2	0,4	-0,2	0,4
EMU	12.10.2016	11:00	Průmyslová výroba	%	08/2016			1,2	0,8	-1,1	-0,5
Polsko	12.10.2016	14:00	Jádrová inflace	%	09/2016			0	-0,2	-0,1	-0,4
USA	12.10.2016	14:00	Projev Dudleye o ekonomice v New Yorku	Fed	10/2016						
USA	12.10.2016	17:30	3letá aukce	mld. USD	10/2016			24			
USA	12.10.2016	19:00	10letá aukce	mld. USD	10/2016			20			
USA	12.10.2016	20:00	Zápis ze zasedání FOMC		10/2016						
USA	12.10.2016	22:00	Kvartální zisk eBay	USD	3Q/2016						
Německo	13.10.2016	8:00	Inflace	%	09/2016 *F			0,1	0,7	0,1	0,7
Německo	13.10.2016	8:00	Harmonizovaná inflace	%	09/2016 *F			0	0,5	0	0,5
USA	13.10.2016	14:30	Index dovozních cen	%	09/2016			0,1	-1,1	-0,2	-2,2
USA	13.10.2016	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	10/2016			254		249	
USA	13.10.2016	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	10/2016					2058	
USA	13.10.2016	19:00	30letá aukce	mld. USD	10/2016			12			
ČR	14.10.2016	10:00	Běžný účet	mld. CZK	08/2016	6		-3		-30,12	
EMU	14.10.2016	11:00	Obchodní bilance	mil. EUR	08/2016			15,3		25,3	
USA	14.10.2016	13:00	Kvartální zisk JP Morgan	USD	3Q/2016						
USA	14.10.2016	14:00	Kvartální zisk Wells Fargo	USD	3Q/2016						
Polsko	14.10.2016	14:00	Peněžní zásoba M3	%	09/2016			0,7	9,5	0	10
Polsko	14.10.2016	14:00	Běžný účet	mil. EUR	08/2016			-318		-802	
Polsko	14.10.2016	14:00	Obchodní bilance	mil. EUR	08/2016			28		-813	
USA	14.10.2016	14:00	Kvartální zisk Citigroup	USD	3Q/2016						
USA	14.10.2016	14:30	Projev Rosengrena o ekonomice v Bostonu	Fed	10/2016						
USA	14.10.2016	14:30	Maloobchodní tržby	%	09/2016			0,6		-0,3	
USA	14.10.2016	14:30	Maloobchodní tržby - bez aut, benzínu a stav. mater	%	09/2016			0,4		-0,1	
USA	14.10.2016	14:30	Výrobní ceny	%	09/2016			0,2	0,6	0	0
USA	14.10.2016	14:30	Jádrový index cen v průmyslu	%	09/2016			0,1	1,2	0,1	1
USA	14.10.2016	15:30	Kvartální zisk Honeywell International	USD	3Q/2016						
USA	14.10.2016	16:00	Podnikatelské zásoby	%	08/2016			0,1		0	
USA	14.10.2016	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		10/2016 *P			92		91,2	
USA	14.10.2016	18:00	Projev Yellenové na konferenci Fedu v Bostonu	Fed	10/2016						
USA	14.10.2016	20:00	Rozpočtové saldo	mld. USD	09/2016			29,3			

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	0,87	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	0,65	0,50	0,50	0,60	0,73	0,85
Maďarsko	HU10Y	2,12	2,18	4,20	4,40	2,80	2,80
Polsko	PL10Y	2,47	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	27,05
Maďarsko	EUR/HUF	304	315	305	300	315	310
Polsko	EUR/PLN	4,28	4,37	4,41	4,34	4,30	4,28

### HDP (meziročně, %)

	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
Česko	2,6	2,0	2,2	2,3	2,3	2,2	2,3
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	0,6	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, %)

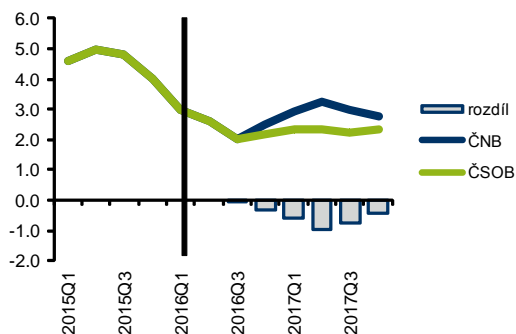
	2015	2016
Česko	-0,4	-0,8
Maďarsko	-2,3	-2,0
Polsko	-3,0	-2,9

Zdroj dat: ČSOB, Bloomberg

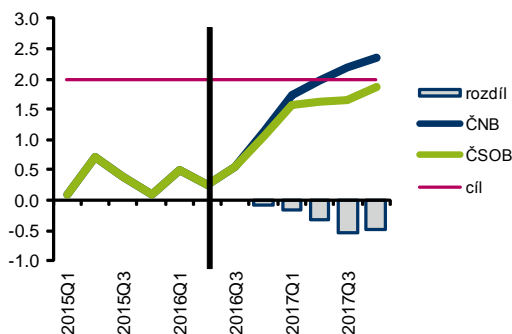


## Výhledy centrálních bank

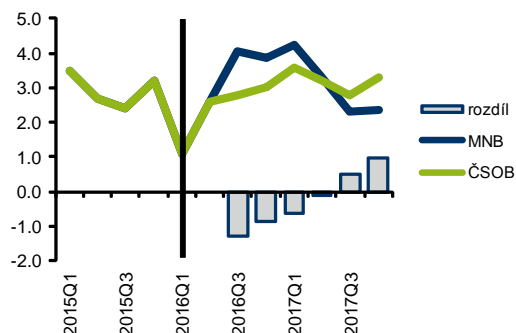
**CZ: Výhled na růst HDP (y/y, %)**



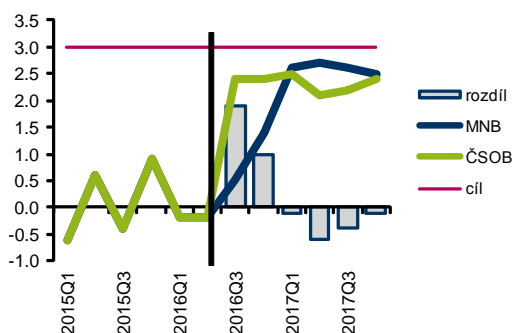
**CZ: Výhled na inflaci (y/y, %)**



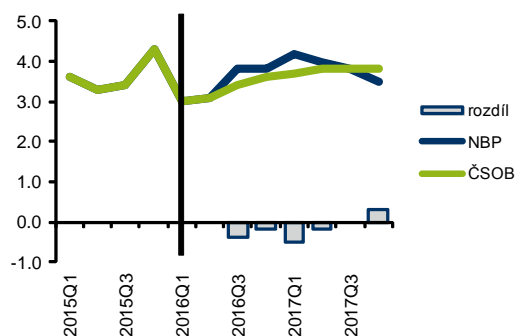
**HU: Výhled na růst HDP (y/y, %)**



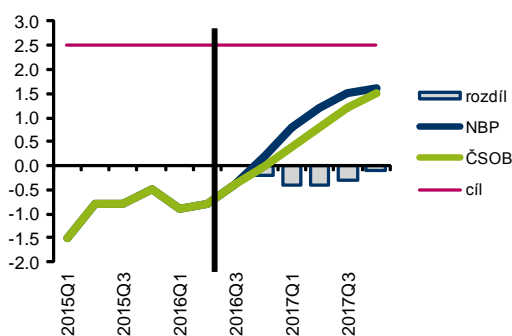
**HU: Výhled na inflaci (y/y, %)**



**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.