



www.csob.cz

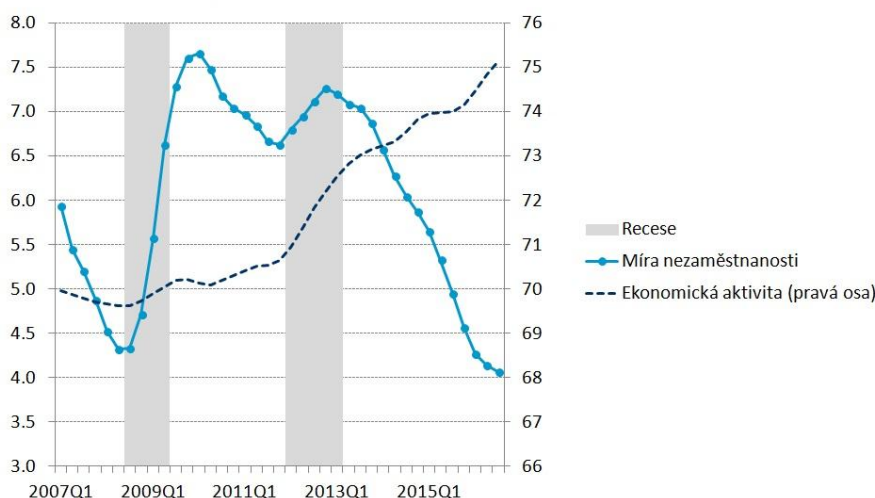
www.csob.cz/Analzy

4. listopadu 2016

- **Česká republika**
ČNB jede dál podle plánu 2
- **Eurozóna**
Eurozóna pokračuje ve svižném růstu, inflace stoupá 3
- **Výhled na týden**
Česká i maďarská inflace zrychlí 6

ČR: Nejvíce zaměstnaných v historii

Trend českého trhu práce
(sezónně očištěná data)



Podle dnes zveřejněných údajů statistického úřadu, pokračoval pozitivní trend na českém trhu práce i ve třetím čtvrtletí. Nové výsledky se dají shrnout následovně: 1) zaměstnanost lidí ve věku 15-64 je na maximu, 2) historicky nejvyšší je i počet zaměstnaných lidí v české ekonomice, 3) nezaměstnanost dále poklesla a její míra (po sezónním očištění) aktuálně dosahuje jen 4 %.

Najít důvody, které stojí za příznivým vývojem na trhu práce, není nijak složité. Tím hlavním je nepochybně solidní ekonomický růst vedoucí k vytváření nových pracovních míst. Ostatně z čísel vyplývá, že roste zaměstnanost především v průmyslu, který je motorem celé ekonomiky a který dokázal vytěžít z růstu tuzemské a zejména pak zahraniční poptávky.

ČNB jede dál podle plánu

Petr Dufek

Prognóza doznala jen symbolických změn. Načasování exitu koruny z kurzového režimu nemění.

Listopadové zasedání bankovní rady nepřineslo žádné dramatické změny. Bylo to letos již čtvrté a zároveň poslední jednání nad prognózou, nicméně už naplňování té předchozí dávalo tušit, že žádná revoluce tentokrát nepřijde. Nová prognóza se tedy jen kosmeticky liší od té předchozí a ČNB tak mohla znovu potvrdit svůj tvrdý i měkký závazek. Tedy exit „ne dříve než ve druhém čtvrtletí 2017“ a současně „pravděpodobné ukončení závazku v polovině roku 2017“. ČNB i nadále předpokládá, že „k udržitelnému plnění cíle, který je podmínkou pro návrat do standardního režimu měnové politiky, tak dle stávající prognózy dojde v polovině příštího roku“.

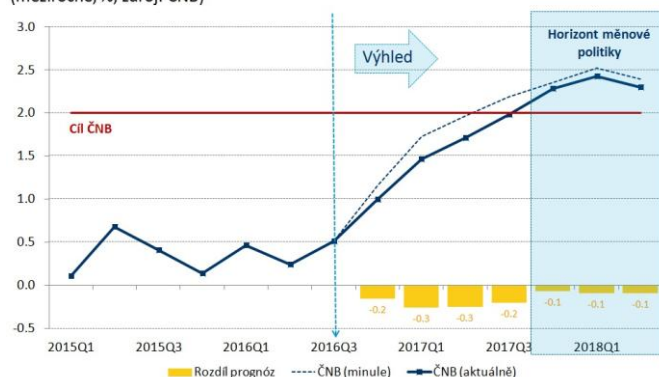
Vyznění aktuálního jednání tedy nemění ani náš pohled na uvolnění koruny, ke kterému podle našeho názoru může dojít zhruba ve třetím čtvrtletí příštího roku. Inflace v té době bude již velmi blízko cíle (i když asi ne výrazně nad ním), nicméně i to bude možné považovat za splnění výše uvedeného předpokladu. Rizika načasování exitu vidíme spíše v zahraničí – konkrétně na straně ECB, která se stále ještě nerozhodla, zda své velkorysé QE (kvantitativní uvolnění) zakončí podle plánu v březnu 2017 nebo jej prodlouží, či postupnými kroky utlumí. Exitu koruny nahrává konec či útlum, zatímco natahování QE (v něž příliš nevěříme) by konec intervencí v ČR pravděpodobně oddálilo.

Příliv kapitálu je logický a růst devizových rezerv neznamená pro ČNB problém.

Jak se zdá, ČNB příliš nedělají vrásky na čele devizové intervence, k nimž musí v posledních měsících stále častěji sahat. Dokonce na tiskové konferenci po jednání zaznělo, že příliv kapitálu je de facto před exitem logický. Vývoj likvidity i devizových rezerv jasně ukazuje, že intervence už hladce překonávají hranici miliardy eur měsíčně. Nicméně ČNB má stále prostor své devizové rezervy dále kupit, takže jí vlastně nic v intervenční aktivitě neomezuje. Potěšující je v této souvislosti její nechuť sahat k experimentu záporných úrokových sazeb, které se tak rozmohly v západní Evropě. Na druhé straně nepočítáme s tím, že by ČNB chtěla už v roce 2017 zvyšovat (a už vůbec ne tak výrazně) svoji hlavní úrokovou sazbu, jak uvádí prognóza. Růst úrokového diferenciálu v post-exitové době by totiž nepochybně ještě více posílil korunu a zhatil udržitelné dosažení inflačního cíle.

Výhled inflace

(meziročně, %; zdroj: ČNB)



Prognóza ČNB		11-16	8-16	Změna
HDP	2016	2.8	2.4	↑
(meziročně, %)	2017	2.9	3.0	↓
Inflace	2016Q4	1.0	1.2	↓
(meziročně, %)	2017Q4	2.3	2.4	↓
Měnově politická inflace	2016Q4	0.8	1.0	↓
(meziročně, %)	2017Q4	2.3	2.4	↓
PRIBOR 3M	2016Q4	0.3	0.3	↓
(%)	2017Q4	1.2	1.3	↓

Vnější předpoklady prognózy		11-16	8-16	Změna
HDP eurozóny	2016	2.2	2.2	→
(meziročně, %)	2017	1.6	1.8	↓
Inflace	2016	0.3	0.5	↓
(meziročně, %)	2017	1.3	1.5	↓
3M EURIBOR	2016	-0.3	-0.3	→
(%)	2017	-0.3	-0.4	↑
BRENT	2016	45.7	44.6	↑
USD/barel	2017	56.1	51.7	↑

Zdroj: ČNB

Eurozóna pokračuje ve svižném růstu, inflace stoupá

Jan Bureš

Eurozóna pokračuje dál ve svižném růstu.

První odhad HDP za třetí kvartál ukazuje, že eurozóna podobně jako ve druhém čtvrtletí rostla tempem 0,3 % mezikvartálně a 1,6 % meziročně. I když není ještě k dispozici detailní struktura HDP, je zřejmé, že v pozadí je i nadále dobrý výkon trhu práce. Ten se odrážel v rychlém růstu maloobchodu - hnacím motorem tedy byla pravděpodobně nadále spotřeba domácností. Na druhou stranu na počátku třetího kvartálu viditelně šlápl na brzdu průmysl. V posledních měsících ale zdá se situace vylepšuje a předstihové ukazatele v průmyslu (PMI, IFO) ukazují spíše na to, že by se situace na konci roku mohla vylepšovat a dynamika růstu v eurozóně lehce zrychlovat (mezikvartálně). To nahrává relativně optimistickému odhadu ECB na růst v tomto roce (1,7 % versus náš odhad na 1,6 %).

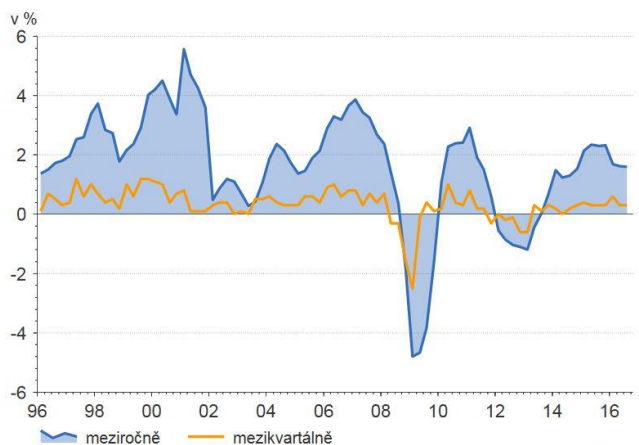
Inflace vzrostla na 0,5 %.

Relativní radost může mít ECB také z prvního odhadu inflace za měsíc říjen. Došlo k dalšímu nárůstu dynamiky na 0,5 %. I když je inflace stále daleko od dvouprocentního cíle ECB, je nejvýše od jara 2014. I menší nárůst inflace vyvolal přitom v roce 2015 poměrně výrazné výprodeje na eurových dluhopisech.

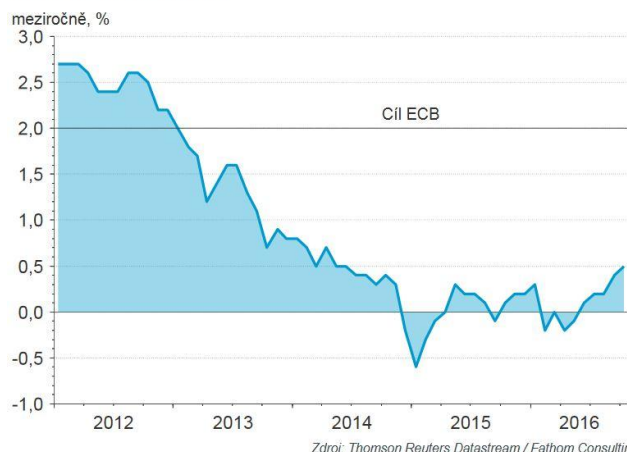
Přes nárůst inflace, relativně pomalu rostou její jádrové složky - především služby.

Něco podobného se nedá vyloučit ani tentokrát. Bude ale hodně záležet na tom, jak si nově příchozí čísla přebere ECB. Na klíčovém prosincovém zasedání se bude muset rozhodnout, zda v roce 2017 pokračovat dál ve stávající politice QE (nakupování dluhopisů z trhu) anebo ji začne od března postupně utlumovat. I když by dobrý výkon ekonomiky a stoupající inflace měly hrát do karet spíše jestřábům, výsledek prosincového zasedání ECB zůstává otevřený. Holubicím se nemusí líbit především struktura inflace. Přes její nárůst, relativně pomalu dál rostou její jádrové složky - především služby. To ukazuje, že inflační tlaky z domácí ekonomiky zatím v eurozóně nejsou nijak silné.

Eurozóna: HDP



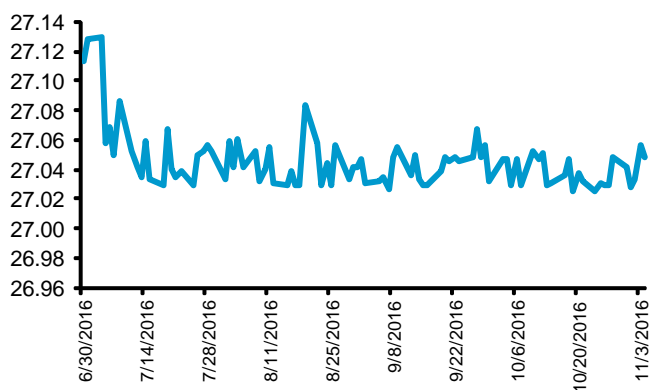
Inflace v eurozóně



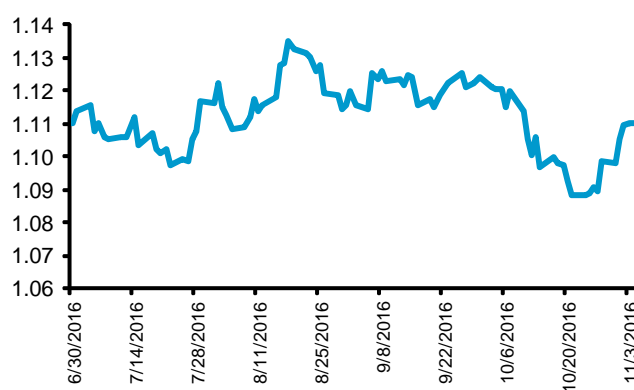
Zdroj: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting

Přehled trhů

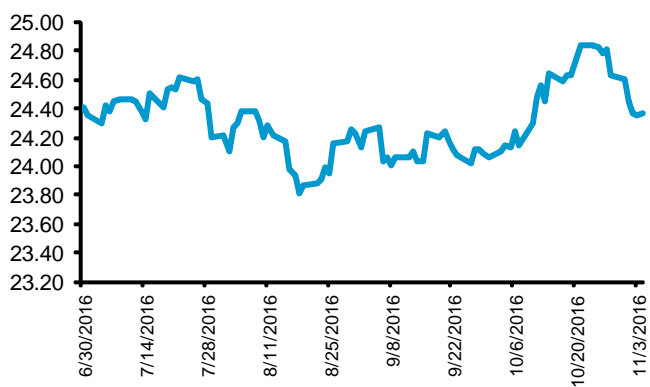
EURCZK



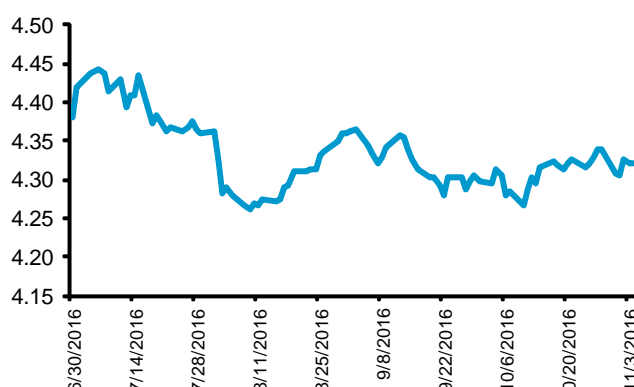
EURUSD



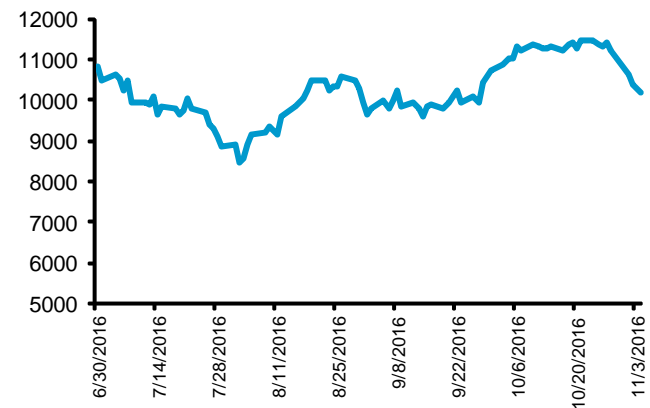
USDCZK



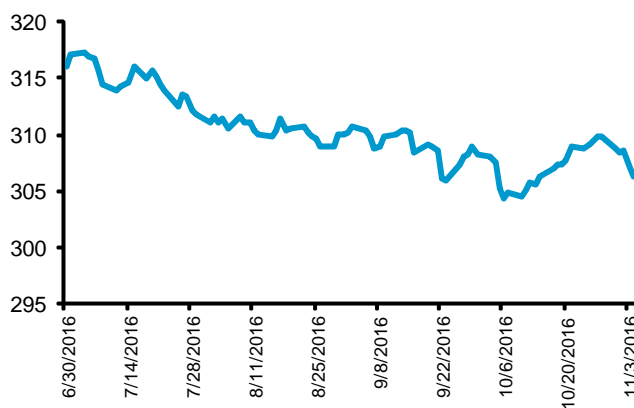
EURPLN



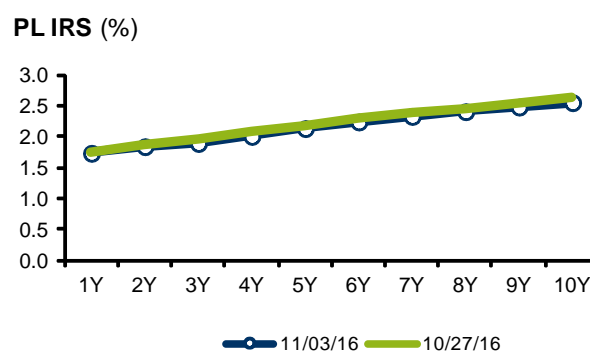
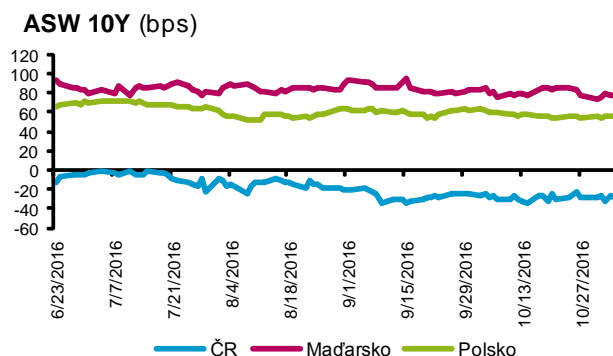
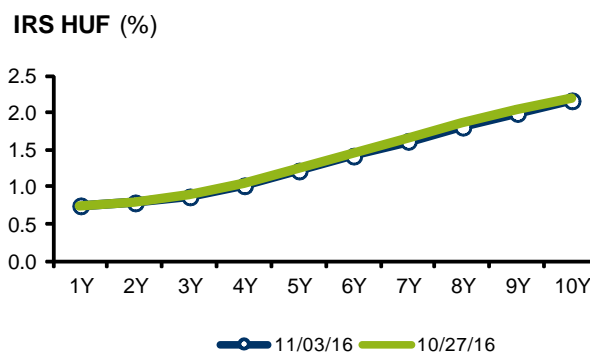
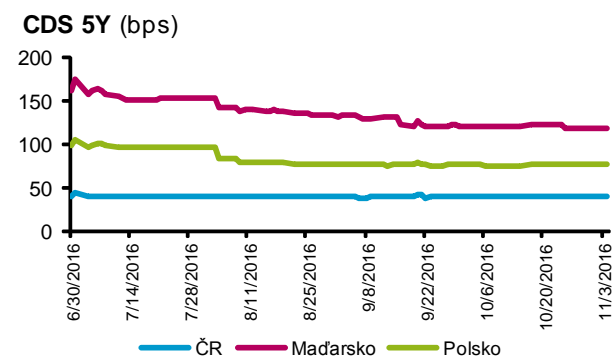
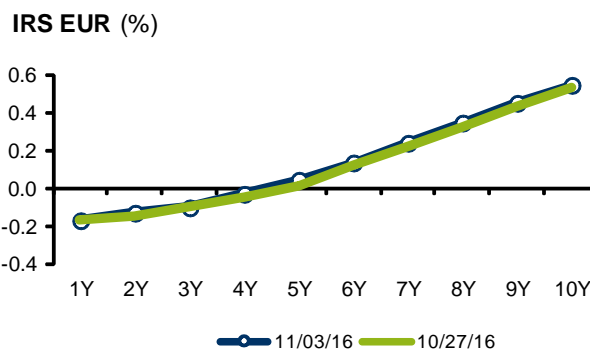
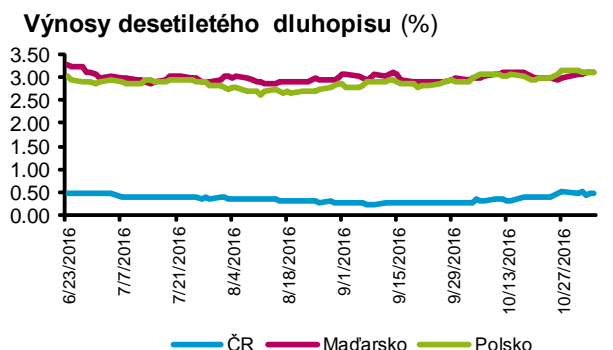
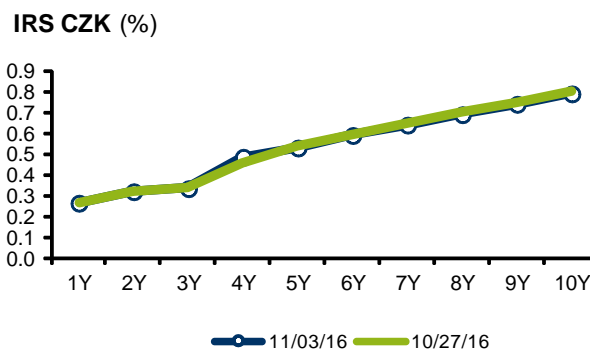
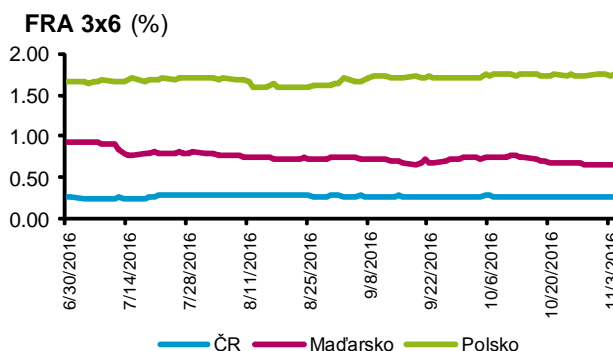
DIESEL (CZK/t)



EURHUF



Zdroj: Thomson Reuters



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

ÚT 9:00, CZ Průmyslová výroba (% , y/y)

	IX.16	VIII.16	IX.15
Měsíčně	5,5	13,1	1,0
kumul. od ledna	3,3	3,0	4,9

CZ: Průmysl dech rozhodně neztrácí

Předpokládáme, že i v září pokračoval pozitivní trend tuzemského průmyslu spojený především s expanzí výroby osobních automobilů. To ostatně už naznačily průběžné zprávy z automobilek i předchozí vývoj zakázek. Z dalších oborů lze čekat velmi solidní čísla z elektrotechnického průmyslu, chemie, výroby kovových výrobků, strojírenství. Na druhou stranu v útlumu nejspíše zůstává průmysl těžební. Pozitivní by měl být i tentokrát vývoj nových zakázek, který slibuje příznivé vyhlídky průmyslu i pro následující měsíce.

ÚT 9:00, HU Inflace (%)

	X.16	IX.16	X.15
Inflace y/y	1,0	0,6	0,1

HU: Inflace zrychlí na 1%

Viditelné zrychlení inflace by mělo jít na vrub říjnovému zvýšení daní u pohonných hmot, jakož i zrychlující spotřeba domácností.

ST 9:00, CZ Inflace (%)

	X.16	IX.16	X.15
Inflace m/m	0,2	-0,2	0,0
Inflace y/y	0,7	0,5	0,2
Měnově politická inflace y/y	0,5	0,3	0,1

CZ: Služby a PHM táhnou inflaci nahoru

Mírný růst spotřebitelských cen šel podle našeho názoru na vrub především vyšším cenám pohonných hmot, sezónního zboží a alkoholu. Meziroční inflace se zase o kousek nejspíše přiblížila k toleranční hranici ČNB (z předchozích 0,5 % na 0,7 %), i když největší skok ji zatím ještě čeká. V závěru roku by se však již mohla s největší pravděpodobností dostat nad hranici jednoho procenta, kde byla naposledy na konci roku 2013. V příštím roce by se již inflace mohla – mj. díky vyšším cenám služeb – dostat do blízkosti cíle centrální banky a umožnit ji tak exit ze současného kurzového systému.

ST 14:00, PL Zasedání NBP

	Náš odhad	Poslední změna
hlavní sazba v %	1,50	3/2015
změna v b. bodech	0	-50

PL: NBP nemá důvod politiku nijak měnit

Polská centrální banka nebude chtít ani tentokrát měnit svoji relativně konzervativně nastavenou politiku. Inflace se konečně zvolna blíží zpátky k nule, přičemž v kladném teritoriu by se měla ocitnout na začátku příštího roku. NBP rovněž může být spokojena s velmi svižným růstem (nominálních i reálných) mezd, který rozhodně nehovoří pro to politiku dále uvolňovat.

Kalendář očekávaných událostí

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
ČR	07.11.2016	0:00	Kvartální zisk Kofola	CZK	3Q/2016						
Polsko	07.11.2016	0:00	Kvartální zisk PKO Bank Polski	PLN	3Q/2016						
Německo	07.11.2016	8:00	Tovární zakázky	%	09/2016			0,2	3,5	1	2,1
ČR	07.11.2016	9:00	Maloobchodní tržby	%	09/2016		6		6		11,1
Maďarsko	07.11.2016	9:00	Maloobchodní tržby	%	09/2016				4,5		4,3
EMU	07.11.2016	11:00	Maloobchodní tržby	%	09/2016			-0,5	1,2	-0,1	0,6
ČR	08.11.2016	0:00	Kvartální zisk ČEZ	CZK	3Q/2016						
Polsko	08.11.2016	0:00	Kvartální zisk PGE	PLN	3Q/2016						
USA	08.11.2016	0:00	Prezidentské a parlamentní volby	Fed	11/2016						
Německo	08.11.2016	8:00	Běžný účet	mld. EUR	09/2016			24,0		17,9	
Německo	08.11.2016	8:00	Obchodní bilance	mld. EUR	09/2016			23		20	
Německo	08.11.2016	8:00	Průmyslová výroba	%	09/2016			-0,2	2	2,5	1,9
Francie	08.11.2016	8:45	Obchodní bilance	mld. EUR	09/2016					-4,3	
ČR	08.11.2016	9:00	Míra nezaměstnanosti 15-64	%	10/2016	5		5		5,2	
ČR	08.11.2016	9:00	Obchodní bilance (národní)	mld. CZK	09/2016	19,2		20,7		13,8	
ČR	08.11.2016	9:00	Průmyslová výroba	%	09/2016		5,5		3,8		13,1
ČR	08.11.2016	9:00	Stavbní výroba	%	09/2016		-7				-5,9
Maďarsko	08.11.2016	9:00	Inflace	%	10/2016		1	0,4	0,8	0,2	0,6
Maďarsko	08.11.2016	9:00	Průmyslová výroba	%	09/2016		4	1,4	3,1	1,6	3,5
Maďarsko	08.11.2016	11:00	Rozpočtové saldo	mld. HUF	10/2016						-2,4
USA	08.11.2016	19:00	3letá aukce	mld. USD	11/2016			24			
Maďarsko	09.11.2016	0:00	Kvartální zisk Magyar Telekom	HUF	3Q/2016						
Polsko	09.11.2016	0:00	Kvartální zisk Energa	PLN	3Q/2016						
Polsko	09.11.2016	0:00	Kvartální zisk PGNiG	PLN	3Q/2016						
Polsko	09.11.2016	0:00	Kvartální zisk Tauron Polska	PLN	3Q/2016						
ČR	09.11.2016	9:00	Inflace	%	10/2016	0,2	0,7	0,2	0,7	-0,2	0,5
Maďarsko	09.11.2016	9:00	Obchodní bilance	mil. EUR	09/2016 *P	1000		1000		591	
ČR	09.11.2016	12:00	Aukce st. dluhopisu 0,00 %, 2016-2019	mld. CZK	11/2016						
ČR	09.11.2016	12:00	Aukce st. dluhopisu 1,00 %, 2015-2026	mld. CZK	11/2016						
ČR	09.11.2016	12:00	Aukce st. dluhopisu VAR %, 2014-2027	mld. CZK	11/2016						
Polsko	09.11.2016	14:00	Zasedání RPP	%	11/2016	1,5		1,5		1,5	
USA	09.11.2016	19:00	10letá aukce	mld. USD	11/2016			23			
ČR	10.11.2016	0:00	Kvartální zisk Moneta Money Bank	CZK	3Q/2016						
Polsko	10.11.2016	0:00	Kvartální zisk Bank Pekao	PLN	3Q/2016						
Polsko	10.11.2016	0:00	Kvartální zisk PZU	PLN	3Q/2016						
Francie	10.11.2016	8:45	Průmyslová výroba	%	09/2016			0,2	0,6	2,1	0,5
USA	10.11.2016	14:30	Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	11/2016					265	
USA	10.11.2016	14:30	Pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti	tis.	10/2016					2026	
USA	10.11.2016	19:00	30letá aukce	mld. USD	11/2016			15			
USA	10.11.2016	20:00	Rozpočtové saldo	mld. USD	10/2016			-81,9		33,4	
Maďarsko	11.11.2016	0:00	Kvartální zisk OTP Bank	HUF	3Q/2016						
Německo	11.11.2016	8:00	Harmonizovaná inflace	%	10/2016 *F			0,2	0,7	0,2	0,7
Německo	11.11.2016	8:00	Inflace	%	10/2016 *F			0,2	0,8	0,2	0,8
USA	11.11.2016	16:00	Spotřebitelská důvěra podle UniMichigan		11/2016 *P			87,3		87,2	

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	0,77	1,01	0,88	3,10	0,90	0,90
Polsko	WIBOR 3M	1,72	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	0,79	0,50	0,53	0,80	0,88	0,95
Maďarsko	HU10Y	2,13	2,18	2,00	4,40	2,80	2,80
Polsko	PL10Y	2,52	2,22	2,33	2,50	2,50	2,70

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
Česko	EUR/CZK	27,02	27,06	27,02	27,02	27,02	27,02
Maďarsko	EUR/HUF	306	315	309	300	315	310
Polsko	EUR/PLN	4,32	4,37	4,30	4,39	4,32	4,28

HDP (meziročně, %)

	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
Česko	2,6	2,1	2,3	2,4	2,2	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 (%)

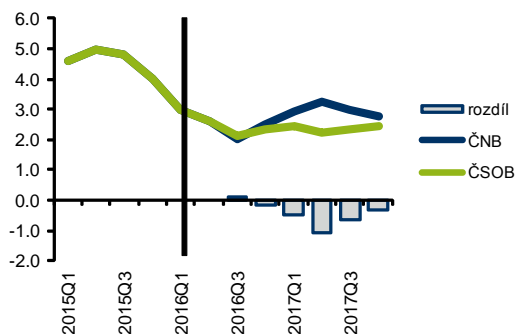
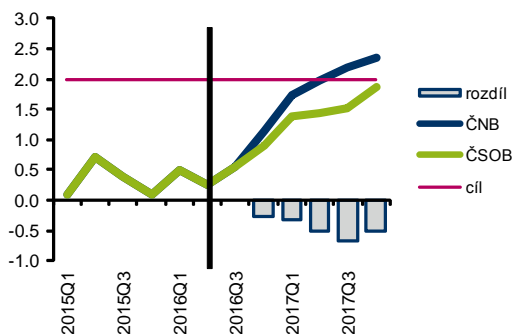
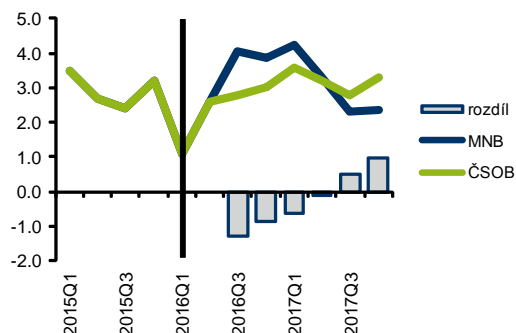
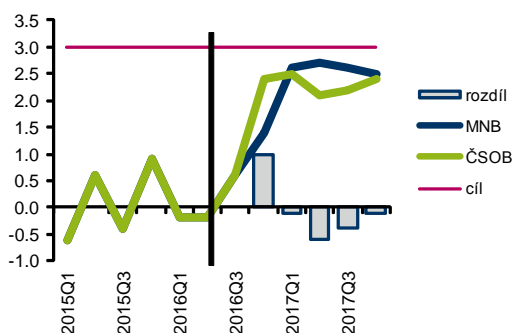
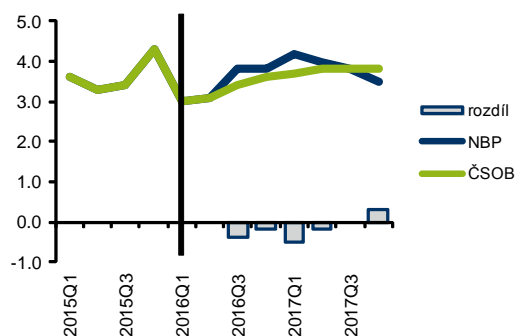
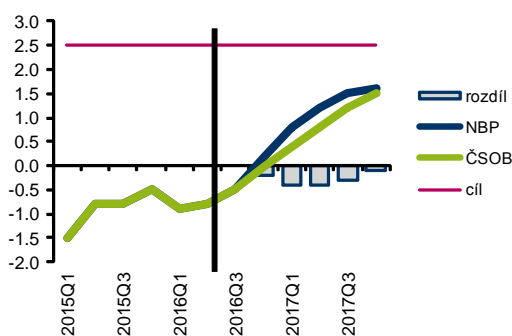
	2015	2016
Česko	0,9	1,6
Maďarsko	6,0	4,1
Polsko	-1,2	-1,5

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.