

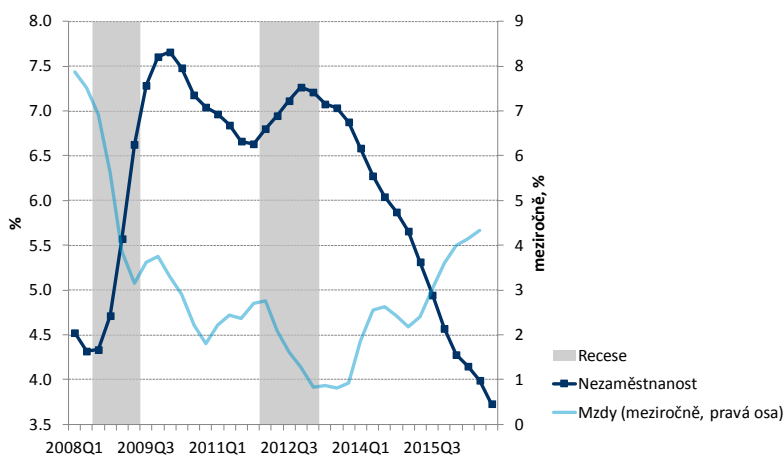


- **Eurozóna**
Ekonomika eurozóny na konci roku šlápla na plyn 2
- **Česká republika**
ČNB udělala, co slíbila... zatím 3
- **Výhled na týden**
Česká inflace nad cílem 6

ČR: Nejnižší nezaměstnanost v historii

Situace na trhu práce

(metodika VŠPS, sezónně očištěná data)



Nové čtvrtletní údaje o trhu práce potvrzují to, co už naznačila měsíční data ministerstva práce a sociálních věcí. Stím, jak rekordně roste zaměstnanost a současně se zvyšuje míra zaměstnanosti, dochází k dalšímu razantnímu poklesu nezaměstnanosti. Ta se v posledním čtvrtletí loňského roku snížila na nejnižší úroveň v historii samostatné ČR, když dosáhla 3,6 %.

Současně s rekordně nízkou nezaměstnaností jde ruku v ruce i nejvyšší zaměstnanost i maximální míra ekonomické aktivity obyvatel. Trh práce i nadále odráží pozitivní trend české ekonomiky. S ekonomickým růstem přicházejí nová pracovní místa – nejprve vznikala především v průmyslu, aktuálně stále více zaměstnanců hledají služby. Přesto průmysl – jako největší tuzemské odvětví z pohledu přidané hodnoty i zaměstnanosti – stále poptává velké množství zaměstnanců. Ostatní statistiky zaměstnanosti i přehledy volných pracovních míst to potvrzují každý měsíc.

Ekonomika eurozóny na konci roku šlápla na plyn

Jan Bureš

Růst eurozóny zrychlil v závěru loňského roku na 1,7 %.

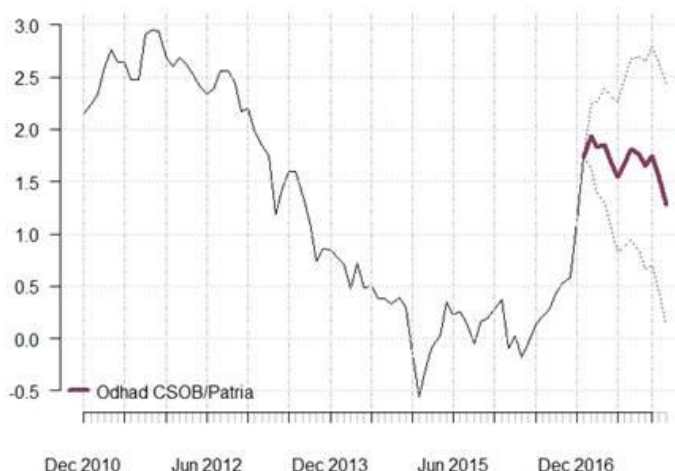
Ekonomika eurozóny nakonec překonala i náš odhad a ke konci roku 2016 skutečně šlápla na plyn – mezi-kvartálně rostla o 0,5 % a meziročně o 1,8 %. Za celý rok tak eurozóna rostla o 1,7 %. I když není ještě k dispozici detailní struktura, počítáme s tím, že se dařilo většině složek poptávky i nabídky. Oproti třetímu kvartálu zrychlily podle nás především průmysl (na straně nabídky) a investice a spotřeba na straně poptávky. Lehce zaostávat naopak mohly vývozy. Dobrý výkon ekonomiky eurozóny ke konci roku 2016 jenom podtrhuje výraznější pokles nezaměstnanosti, která spadla v prosinci na 9,6 % - nejnižší úroveň od roku 2009.

Dobře zatím vynívají i předstihové ukazatele, které indikují dobrý start do roku 2017. Věříme proto, že by ekonomika eurozóny i v tomto roce mohla růst slušným tempem okolo 1,6 %. Na druhou stranu na stole je řada především politických rizik (od brexitu, přes francouzské a německé volby až po nejistotu politiky amerického prezidenta Donalda Trumpa), které mohou dynamiku růstu nakonec tlumit (především skrze slabší investice).

Inflace vzrostla na nejvyšší úroveň za poslední čtyři roky a přiblížila se na dohled cíli ECB.

Současně s lepším HDP dostaly trhy i vyšší inflační čísla. Inflace v eurozóně vyskočila na nejvyšší úroveň za poslední čtyři roky (1,8%). Na druhou stranu to ale bylo primárně kvůli energiím. Jádorvá inflace zůstává dál na 0,9%. Je proto pravděpodobné, že po krátkodobém nárůstu inflace (vrchol odhadujeme v únoru až březnu) inflace v druhé polovině roku opět zvolní (viz graf). I proto pravděpodobně nebudou vyšší inflační čísla zatím znamenat žádnou revoluci v uvažování ECB. A i z tohoto důvodu na ně asi dnes výrazněji nezareaguje ani euro, které bude dál předpokládat pokračování politiky QE do konce roku 2017. Eurové dluhopisy zase budou více ve vleku dění v USA – zde vidíme výhledově stále prostor pro další růst výnosů na delším konci křivky.

Inflace v eurozóně



ČNB udělala, co slíbila... zatím

Petr Dufek

**Tvrký i měkký závazek ČNB
zůstávají nadále v platnosti.
Inflace má podle ČNB
výrazně přestřelit cíl.**

První měnově politické zasedání bankovní rady ČNB v letošním roce a zároveň poslední ve stávajícím složení nepřineslo žádné překvapení. Kurzový režim zůstává i nadále v platnosti, tvrdý (ne dříve než ve druhém čtvrtletí) ani měkký (zhruba v polovině roku) závazek se nemění, a tak jediné, co ČNB aktuálně změnila, je její prognóza. Ta listopadová se totiž brzy ukázala jako velmi pesimistická – alespoň pokud jde o vývoj inflace, a tak se stalo, že inflačního cíle centrální banka dosáhla o půl roku dříve, než sama ještě v listopadu předpokládala. Nová prognóza už bere v úvahu aktuální vývoj inflace a počítá s tím, že inflace zůstane nad cílem, nicméně prognóza předpokládá, že k naplnění předpokladů pro uvolnění kurzu dojde až „počínaje zhruba polovinou roku 2017“. ČNB tedy chce – slovy guvernéra – vidět robustní naplňování cíle, což neznamená zřejmě nic jiného než jeho přestřelování. I nadále ČNB čeká výrazný růst úrokových sazeb už ve třetím čtvrtletí letošního roku. Za pozornost stojí v prohlášení ČNB i věta, že její prognóza počítá s posílením kurzu koruny už ve druhé polovině letošního roku. Na druhou stranu sama ČNB uvádí, prognóza nepočítá s možností „překoupenosti trhu“.

Nač otálet...

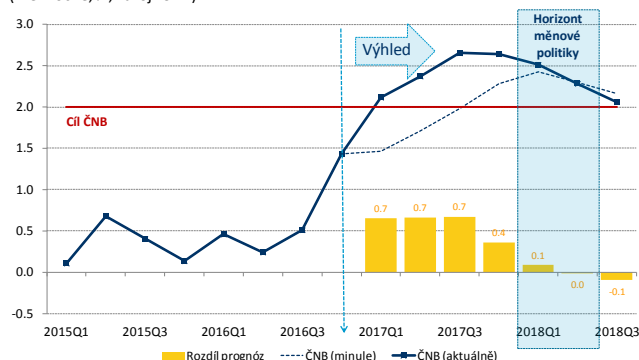
Pro trhy je podstatné, že ČNB očekává, že inflace zůstane nad stanoveným cílem na horizontu měnové politiky, což je mimochodem jeden z hlavních předpokladů k uvolnění koruny z intervenčního režimu. A prognóza s takovým vývojem jednoznačně počítá. Pro ČNB to znamená, že se jí už ve druhém čtvrtletí letošního roku uvolní ruce (po vypršení tvrdého závazku) a nebude ji nic bránit vrátit koruně volnost po tři a půl roku trvání režimu. I když zároveň rada už rok říká, že nejpravděpodobnějším termínem je polovina roku 2017, není podle našeho názoru až tak důvod s exitem příliš otálet. Od začátku roku se díky této politice zvýšila likvidita v bankovním sektoru o dalších cca 400 mld. korun na aktuálních téměř 1,8 bilionů.

Jak to vidíme dále?

Jako nejpravděpodobnější termín exitu vidíme druhé čtvrtletí letošního roku, nicméně nemusí k němu dojít přesně v den naplánovaného měnové zasedání bankovní rady (tedy 4.5. či 29.6.). Jak už totiž avizoval jeden z viceguvernéřů, měnově politickým zasedáním se může stát každé týdenní zasedání rady. A pokud jde o záporné úrokové sazby, s nimiž rada minule „strašila“, nepovažujeme jejich zavedení za příliš pravděpodobné. Zahraniční „spekulanti“ musí se zápornými tržními sazbami počítat už nyní, a tak kosmetická snaha ČNB by v tomto směru asi příliš nefungovala. A mimochodem, tentokrát o nich na tiskové konferenci nepadlo ani slovo. Na závěr lze jen uvést, že čím více bude muset ČNB intervenovat před exitem, tím méně se bude nejspíše muset snažit po něm. V prezentaci ČNB sice už není zmínka o připravenosti intervenovat za účelem „zmírnění případných kurzových výkyvů“, nicméně nepředpokládáme, že by ČNB jen tak nechala korunu po exitu na pospas trhu.

Výhled inflace

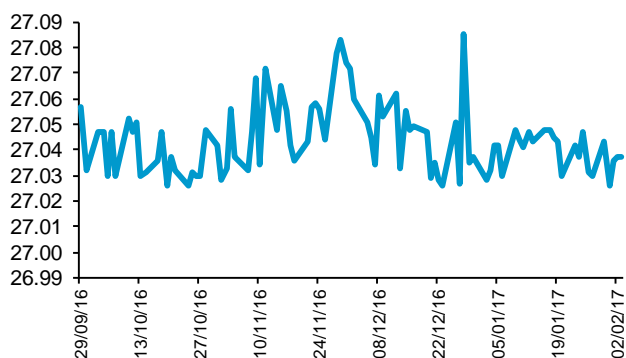
(meziročně, %; zdroj: ČNB)



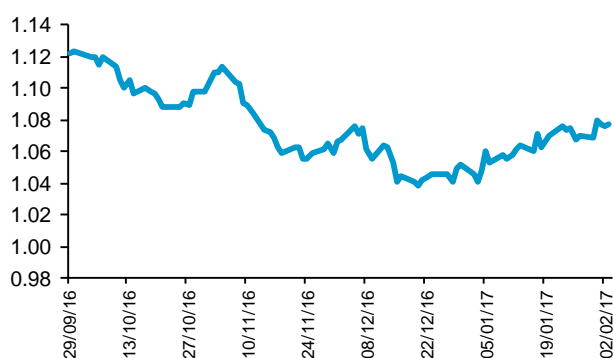
Prognóza ČNB		2-17	11-16	Změna
HDP	2017	2.8	2.9	↓
(meziročně, %)	2018	2.8	2.9	↓
Inflace	2017Q4	2.6	2.3	↑
(meziročně, %)	2018Q2	2.3	2.3	→
Měnově politická inflace	2017Q4	2.7	2.3	↑
(meziročně, %)	2018Q2	2.2	2.2	↓
PRIBOR 3M	2017Q4	0.8	1.2	↓
(%)	2018Q2	1.0	1.4	↓
Vnější předpoklady prognózy		2-17	11-16	Změna
HDP eurozóny	2017	1.5	1.6	↓
(meziročně, %)	2018	1.9	1.9	→
Inflace	2017	1.4	1.3	↑
(meziročně, %)	2018	1.7	1.7	→
3M EURIBOR	2017	-0.3	-0.3	→
(%)	2018	-0.2	-0.3	↑

Přehled trhů

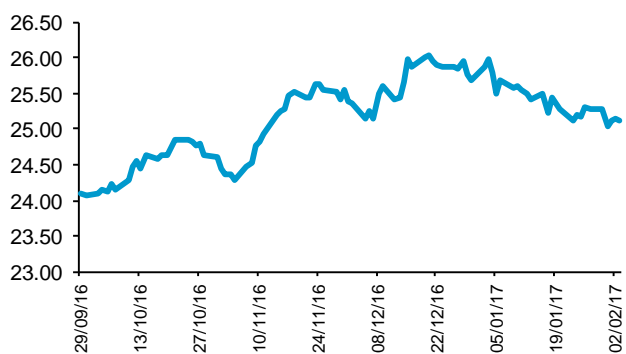
EURCZK



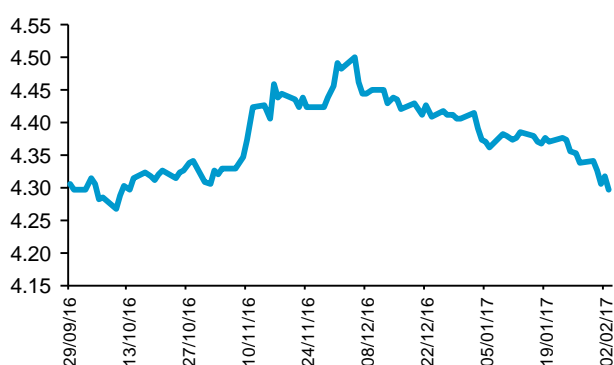
EURUSD



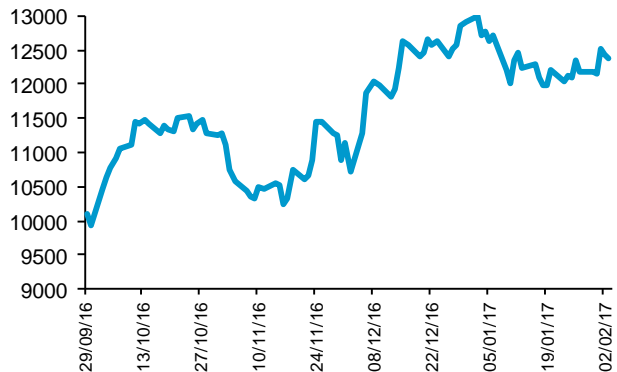
USDCZK



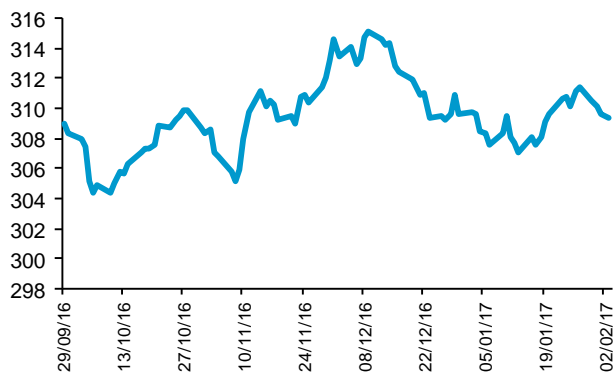
EURPLN



DIESEL (CZK/t)

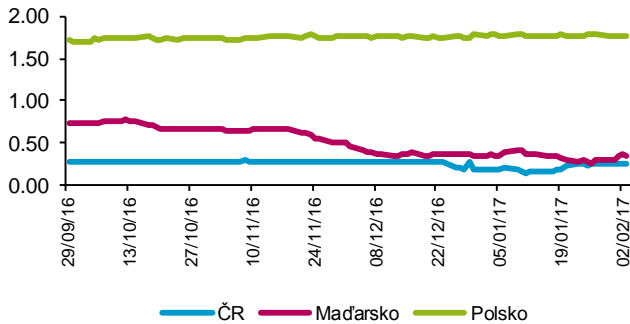


EURHUF

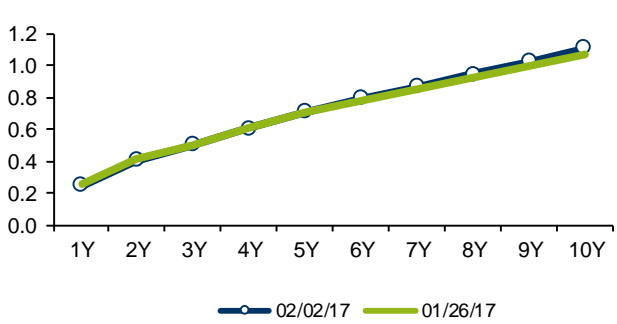


Zdroj: Thomson Reuters

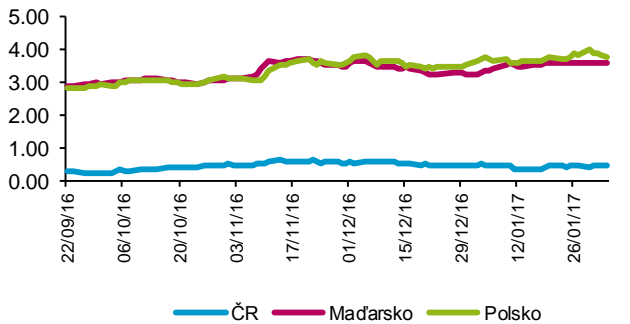
FRA 3x6 (%)



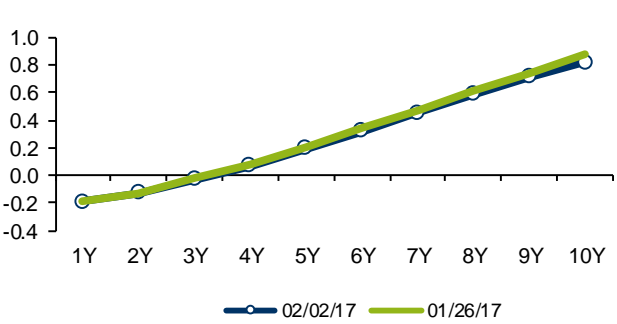
IRS CZK (%)



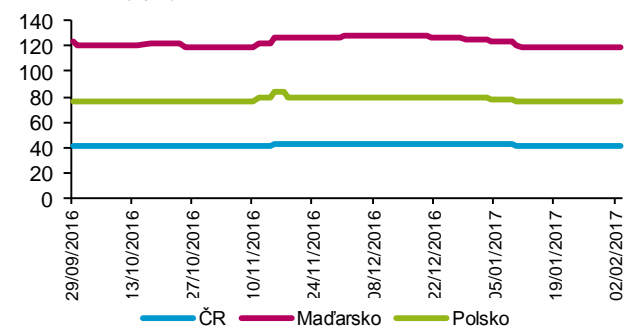
Výnosy desetiletého dluhopisu (%)



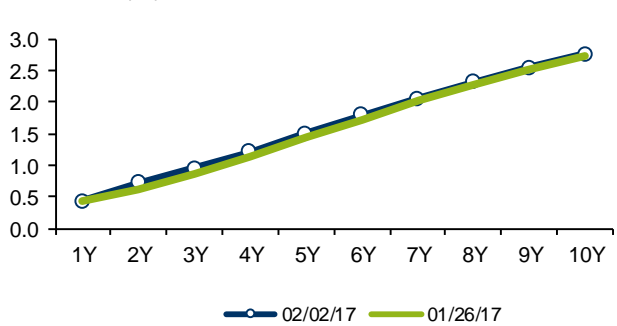
IRS EUR (%)



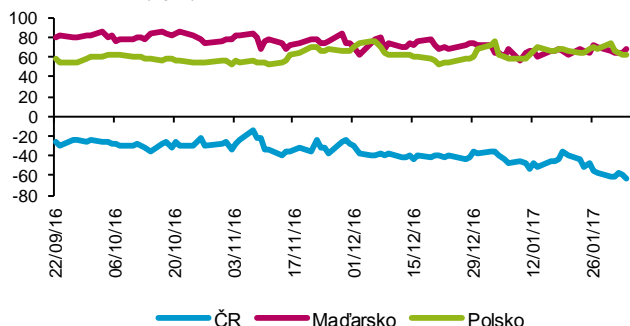
CDS 5Y (bps)



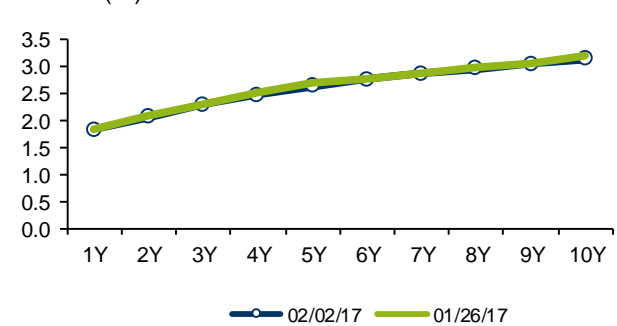
IRS HUF (%)



ASW 10Y (bps)



PL IRS (%)



Zdroj: Thomson Reuters

Klíčové očekávané události

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

	XII.16	XI.16	XII.15
Měsíčně	6.5	7.0	1.8
kumul. od ledna	3.2	2.9	4.6

PÁ 9:00, CZ Inflace (%)

	I.17	XII.16	I.16
Inflace m/m	0.7	0.3	0.6
Inflace y/y	2.1	2.0	0.6
Měnově politická inflace y/y	2.0	1.9	0.5

CZ: Průmysl v režii automobilek

Poslední měsíc loňského roku byl nejspíše ve znamení silného růstu průmyslové výroby, a to opět především zásluhou automobilového průmyslu, který rostl pravděpodobně dvouciferným tempem. Vedle samotného růstu produkce by měly pozitivní trend potvrdit i nové zakázky a zaměstnanost. Průmysl si tak i nadále udrží pozici hlavního motoru ekonomiky.

CZ: Devizové rezervy na dalším rekordu

Nová čísla z ČNB nejspíše potvrdí očekávání, že v lednu došlo k výraznému nárůstu devizových rezerv. Předpokládáme, že tentokrát půjde o zcela rekordní částku – 15 mld. EUR, které musela centrální banka stáhnout z trhu, aby zabránila koruně prolomit intervenční hranici. Devizové rezervy v poměru k HDP překonaly hranici 55 % HDP, respektive 95 mld. EUR.

CZ: Inflace přestřelí cíl ČNB

Předpokládáme, že meziroční inflace v lednu vzrostla mírně nad dvě procenta, a to především v důsledku dalšího zdražení potravin, PHM, růstu nákladů na bydlení a rostoucích cen v oblasti stravování. Inflace by tak mohla znovu překonat prognózu ČNB, která tentokrát předpokládá, že inflace poklesne na 1,9 %. Už minulá prognóza silně inflaci podhodnocovala, a proto i s ohledem na blížící se konec kurzového závazku je inflační číslo velmi důležitým indikátorem pro další kroky ČNB.

Náš výhled

země	datum	čas	indikátor		období	odhad		konsenzus		předchozí	
						m/m	y/y	m/m	y/y	m/m	y/y
ČR	06.02.2017	9:00	Maloobchodní tržby	%	12/2016		7.5		7		8.6
ČR	07.02.2017	9:00	Obchodní bilance (národní)	mld. CZK	12/2016	-5		0.4			10.8
ČR	07.02.2017	9:00	Průmyslová výroba	%	12/2016		6.5		5.7		7
ČR	07.02.2017	10:00	FX rezervy ČNB	mld. EUR	12/2016	96					81
USA	07.02.2017	14:30	Obchodní bilance	mld. USD	12/2016			-45			-45.2
ČR	08.02.2017	9:00	Míra nezaměstnanosti	%	01/2017	5.4		5.4			5.2
ČR	08.02.2017	12:00	Aukce st. dluhopisu 0,00 %, 2017-2020	mld. CZK	02/2017			6			
USA	09.02.2017	15:10	Projev Bullarda v St. Louis	Fed	02/2017						
USA	09.02.2017	19:10	Projev Evanse v Chicagu	Fed	02/2017						
ČR	10.02.2017	9:00	Inflace	%	01/2017	0.7	2.1	0.7	2.1	0.3	2

Zdroj: Thomson Reuters, Bloomberg

Oficiální úrokové sazby (konec období)

		současná hodnota	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	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	0.90	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	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
Česko	PRIBOR 3M	0.28	0.25	0.28	0.28	0.28	0.28
Maďarsko	BUBOR 3M	0.25	0.37	0.30	0.40	0.50	0.70
Polsko	WIBOR 3M	1.73	1.73	1.70	1.70	1.70	2.70

Dlouhodobé úrokové sazby 10-letý IRS (konec období)

		současná hodnota	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
Česko	CZ10Y	1.13	0.88	0.98	1.06	1.13	1.20
Maďarsko	HU10Y	2.72	2.39	2.50	2.60	2.80	3.00
Polsko	PL10Y	3.08	3.00	2.50	2.70	2.80	2.90

Devizové kurzy (konec období)

		současná hodnota	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
Česko	EUR/CZK	27.02	27.02	27.02	26.90	26.60	26.20
Maďarsko	EUR/HUF	309	309	315	310	303	308
Polsko	EUR/PLN	4.30	4.40	4.39	4.28	4.27	4.25

HDP (meziročně, %)

	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
Česko	2.6	1.9	2.1	2.3	2.0	2.4	2.6
Maďarsko	2.6	2.2	3.0	3.0	3.8	4.2	3.6
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	2.0	2.4	2.4	2.4	2.0
Maďarsko	-0.2	0.6	1.8	1.8	1.8	2.1	2.3
Polsko	-0.8	-0.5	0.8	0.4	0.8	1.2	1.5

Podíl bilance běžného účtu na HDP (%)

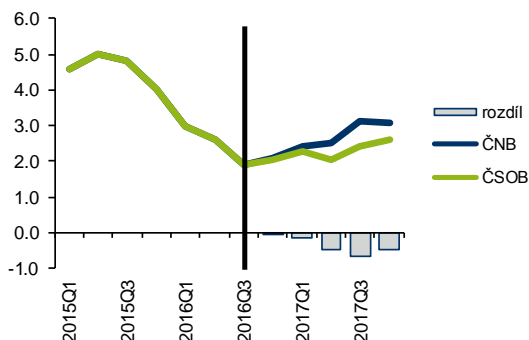
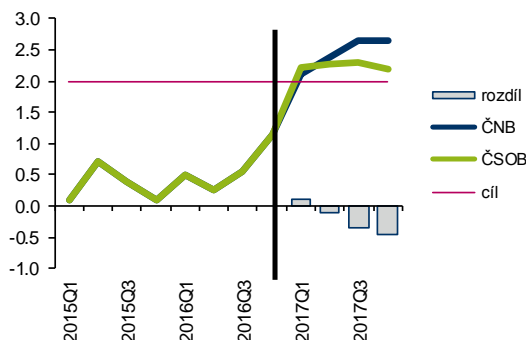
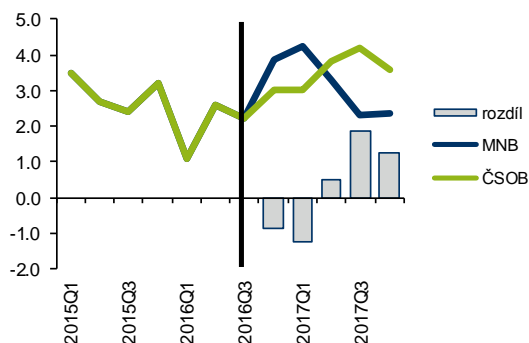
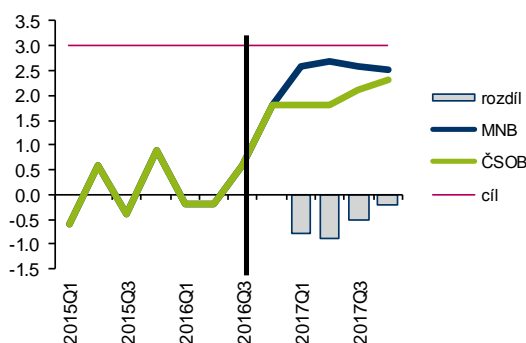
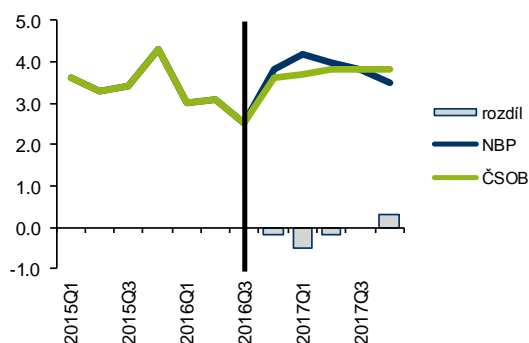
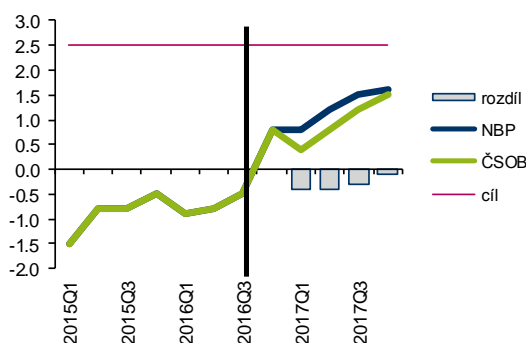
	2016	2017
Česko	2.0	1.9
Maďarsko	5.5	5.0
Polsko	-1.5	-1.3

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

	2016	2017
Česko	0.0	-0.7
Maďarsko	-1.5	-2.5
Polsko	-2.9	-3.0

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.